Universitatea
Ştefan cel Mare
Suceava

Facultatea de Ştiinţe Economice,
Administraţie şi Afaceri

TEZĂ DE DOCTORAT

DOMENIUL: CONTABILITATE

CONTRIBUŢII LA FUNDAMENTAREA ŞI DEZVOLTAREA UNUI MODEL DE AJUSTARE A VALORII GLOBALE A COMPANIILOR PE BAZA INFORMAŢIILOR FINANCIARE ŞI NEFINANCIARE

COORDONATOR ŞTIINŢIFIC:
Prof. univ. dr. Elena HLACIUC

DOCTORANDĂ:
Mihaela Ionela STANCIUC (SOCOLIUC)

Suceava, 2023

Scanned with OKEN Scanner

UNIVERSITATEA "ȘTEFAN CEL MARE" DIN SUCEAVA
ȘCOALA DOCTORALĂ DE ȘTIINȚE SOCIO-UMANE
DOMENIUL DE DOCTORAT CONTABILITATE

TEZĂ DE DOCTORAT

Coordonator științific
Prof. Univ. Dr. Elena HLACIUC

Student Doctorand
Mihaela Ionela STANCIUC (SOCOLIUC)

Suceava
2023

Scanned with OKEN Scanner

UNIVERSITATEA "ŞTEFAN CEL MARE" DIN SUCEAVA
ŞCOALA DOCTORALĂ DE ŞTIINŢE SOCIO-UMANE
DOMENIUL DE DOCTORAT CONTABILITATE

TEZĂ DE DOCTORAT

CONTRIBUŢII LA FUNDAMENTAREA ŞI DEZVOLTAREA UNUI MODEL DE AJUSTARE A VALORII GLOBALE A COMPANIILOR PE BAZA INFORMAŢIILOR FINANCIARE ŞI NEFINANCIARE

Coordonator ştiinţific
Prof. Univ. Dr. Elena HLACIUC

Student Doctorand
Mihaela Ionela STANCIUC (SOCOLIUC)

Suceava
2023

Scanned with OKEN Scanner

CUPRINS

ABREVIERI 6
LISTA TABELELOR ŞI FIGURILOR 8
CUVINTE CHEIE 12
INTRODUCERE 13
CAPITOLUL 1. FUNDAMENTE TEORETICE ŞI EVOLUTIVE ALE EVALUĂRII ÎN CONTABILITATE ŞI IMPLICAŢIILE ACESTEIA ASUPRA EVALUĂRII ECONOMICE A COMPANIILOR 16
1.1. Contextul cercetării 16
1.2. Recenzia literaturii de specialitate privind conceptul de evaluare a companiei prin intermediul analizei bibliometrice şi a meta-analizei 18
1.3. Evoluţia conceptului de evaluare: de la conceptul de valoare a companiei la determinarea valorii de piaţă 32
1.4. Consideraţii privind evaluarea la valoarea justă şi a implicaţiilor ei asupra evaluării companiilor 37
1.4.1. Analiza binomului cost istoric-valoare justă şi a implicaţiilor acestuia asupra evaluării companiilor *41*
1.4.2. Analiza criteriului valorii juste din perspectiva IFRS 13 şi a Standardelor de evaluare a bunurilor (SEV 104) *55*
1.5. Concluzii rezumative 63
CAPITOLUL 2. ABORDĂRI UTILIZATE ÎN EVALUAREA COMPANIILOR PE BAZA INFORMAŢIILOR DEGAJATE DE RAPORTĂRILE FINANCIARE ŞI NEFINANCIARE 67
2.1. Contextul cercetării 67
2.2. Abordări utilizate în evaluarea companiilor pe baza informaţiilor degajate de raportările financiare şi nefinanciare 68
2.2.1. Consideraţii critice privind abordarea prin piaţă sau abordarea prin comparaţie în evaluarea companiilor *70*
2.2.1.1. Metoda comparaţiei vânzărilor 73
2.2.1.2. Metoda comparaţiei vânzărilor de pe piaţa de capital 75
2.2.2. Valenţele abordării prin venit în evaluarea companiilor *76*
2.2.2.1. Metoda fluxului de numerar actualizat (DCF-discounted cash flow) 78
2.2.2.2. Metoda capitalizării profiturilor 81
2.2.3. Oportunitatea abordării prin cost în evaluarea companiilor *83*
2.3. Analiza critică a avantajelelor şi limitelor metodelor tradiţionale de evaluare a companiilor 86
2.4. Aprecieri privind oportunitatea utilizării informaţiilor nefinanciare în metodele de evaluare a companiilor din perspectiva organismelor internaţionale de evaluare, standardelor internaţionale de sustenabilitate şi a directivei europene privind raportarea sustenabilităţii 91
2.4.1. Rolul standardelor internaţionale de sustenabilitate în definirea indicilor ESG *91*
2.4.2. Importanţa Directivei privind Raportarea Corporativă de Sustenabilitate în aprecierea sustenabilităţii companiilor *96*
2.5. Concluzii rezumative 99
CAPITOLUL 3. ANALIZA PERCEPŢIEI EVALUATORILOR DE ÎNTREPRINDERI DIN ROMÂNIA CU PRIVIRE LA POSIBILITĂŢILE DE ÎMBUNĂTĂŢIRE A METODELOR CLASICE DE EVALUARE A COMPANIILOR 102
3.1. Contextul cercetării 102

Scanned with OKEN Scanner

3.2. Recenzia literaturii de specialitate **103**
3.3. Metodologia cercetării **104**
3.3.1. Construirea chestionarului *105*
3.3.2. Criterii de includere și excludere *106*
3.4. Rezultate și discuții **107**
3.4.1. Conturarea profilului evaluatorilor de întreprinderi din România *107*
3.4.2. Opinia evaluatorilor de întreprinderi privind abordarea prin piață *135*
3.4.3. Opinia respondenților privind abordarea prin venit *139*
3.4.4. Abordarea prin cost și utilizarea metodelor mixte în opinia evaluatorilor de întreprinderi *148*
3.4.5. Percepția evaluatorilor de întreprinderi privind metodele bazate pe crearea de valoare *153*
3.4.6. Posibilitățile de optimizare a metodelor de evaluare a companiilor din România în opinia evaluatorilor de întreprinderi *156*
3.5. Concluzii rezumative **162**
CAPITOLUL 4. MODELAREA OPORTUNITĂȚII DEZVOLTĂRII METODELOR DE EVALUARE A COMPANIILOR DIN PERSPECTIVA EVALUATORILOR DE ÎNTREPRINDERI DIN ROMÂNIA **165**
4.1. Contextul cercetării **165**
4.2. Recenzia literaturii de specialitate și formularea ipotezelor cercetării **166**
4.3. Metodologia cercetării **171**
4.4. Rezultate și discuții **178**
4.4.1. Modelul general de oportunitate cu privire la îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare *178*
4.4.2. Modelul segregat de oportunitate bazat pe experiența profesională a evaluatorilor de întreprinderi din România *185*
4.5. Concluzii rezumative **188**
CAPITOLUL 5. DEZVOLTAREA UNUI MODEL DE AJUSTARE A VALORII GLOBALE A COMPANIILOR COTATE LA BURSA DE VALORI BUCUREȘTI PE BAZA INFORMAȚIILOR FINANCIARE ȘI A INFORMAȚIILOR DE MEDIU, SOCIALE ȘI DE GUVERNANȚĂ **190**
5.1. Contextul cercetării **190**
5.2. Recenzia literaturii de specialitate privind impactul factorilor ESG asupra valorii globale a companiei prin intermediul analizei bibliometrice și a meta-analizei **191**
5.2.1. Analiza bibliometrică a studiilor de specialitate focusate pe topicul "ESG" and "company valuation" and "valuation methods" *193*
5.2.2. Meta-analiza studiilor privind impactul factorilor ESG asupra valorii globale a companiei *196*
5.3. Dezvoltarea ipotezelor cercetării **202**
5.4. Metodologia cercetării **205**
5.4.1. Culegerea datelor și stabilirea eșantioanelor de lucru *205*
5.4.1.1. Criterii de includere și excludere pentru primul eșantion 206
5.4.1.2. Criterii de includere și excludere pentru al doilea eșantion 206
5.4.2. Definirea variabilelor dependente și independente *208*
5.4.3. Modelul general matematic *210*
5.5. Rezultate și discuții **212**
5.5.1. Impactul indicatorilor financiari derivați asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB prin prisma unui model econometric general *212*
5.5.2. Impactul indicatorilor financiari derivați asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB prin prisma unui model econometric parțial *221*

Scanned with OKEN Scanner

5.5.3. Evaluarea impactului indicatorilor financiari și nefinanciari de tip E, S și G asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB prin prisma unui model econometric *224*
5.5.4. Considerații și implicații practice ale modelelor econometrice propuse *235*
5.6. Concluzii rezumative **237**
CONCLUZII FINALE, CONTRIBUȚII PROPRII, LIMITE ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE **240**
BIBLIOGRAFIE **247**

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

ABREVIERI

ANC	Activul net contabil
ANCC	Activul net contabil corectat
ANEVAR	Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România
BET	Bucharest Exchange Trading
BS	Bilanțul de sustenabilitate
BVB	Bursa de Valori București
BVPS	Valoarea contabilă pe acțiune
CDI	Cercetare-Dezvoltare-Inovare
CFROI	Metoda randamentului fluxului de numerar al investiției
COVID 19	Virusul SARS-CoV-2
CSR	Responsabilitatea social corporativă
CSRD	Directiva UE privind raportarea corporativă de sustenabilitate
DCF	Fluxul de numerar actualizat
EBIT	Profitul înainte de impozit și taxe
EBITDA	Profitul înainte de dobânzi, impozite, depreciere și amortizare
EFRAG	Grupul consultativ european pentru raportarea financiară
EI	Evaluatori de întreprinderi
EPSC	Variația profitului pe acțiune
ESG	Informații de mediu, sociale și de guvernanță
ESRS	Standarde europene de raportare privind dezvoltarea durabilă
EVA	Valoarea economică adăugată
FASB	Financial Accounting Standards Board
FCF	Flux de numerar liber
IAS	Standardelor Internaționale de Contabilitate
IASB	Comitetul pentru Standarde Internaționale de Contabilitate
IFRS	Standadarde Internaționale de Raportare Financiară
IFRS S1	Cerințe generale pentru dezvăluirea informațiilor financiare legate de sustenabilitate
IFRS S2	Dezvăluiri legate de schimbările climatice
ISRS	Investiții sustenabile și responsabile social
ISSB	Consiliul pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate
IVS	Standardele Internaționale de Evaluare
IVSC	Consiliul pentru Standarde Internaționale de Evaluare
MVA	Valoarea de piață adăugată
M&A	Mergers & Acquisition
NFRD	Directiva privind raportarea nefinanciară
REV	Evaluatori recunoscuți la nivel european
RI	Raportarea integrată
ROA	Rentabilitatea activelor
ROE	Rentabilitatea capitalurilor proprii
SEV	Standardele de Evaluare a Bunurilor
TFCD	Grupul operativ privind informațiile financiare legate de climă
US GAAP	Principiile de contabilitate general acceptate
WACC	Costul mediu ponderat al capitalului
WoS	Web of Science
*****EPS**	Profitul net pe acțiune
*****GW**	Goodwill

***IVG	Indicele valorii globale
***IVGg	Indicele valorii globale general
***IVGp	Indicele valorii globale parţial
***IVGesg	Indicele valorii globale ajustat cu influenţa factorilor E, S şi G
***RG	Nivelul de raportare a informațiilor de guvernanță
***RM	Nivelul de raportare a informațiilor de mediu
***RS	Nivelul de raportare a informațiilor sociale
***RSG	Rata solvabilităţii generale
***RSP	Rata solvabilităţii patrimoniale

Scanned with OKEN Scanner

LISTA TABELELOR ŞI FIGURILOR

Figura 1.1. Metodologia de colectare a datelor din WoS 20
Figura 1.2. Frecvența publicațiilor pe topicul "company valuation" în perioada 2003 - 2023 21
Figura 1.3. Top 10 reviste cu publicații pe topicul studiat 22
Figura 1.4. Profilul cercetării pe topicul "company valuation" în perioada 2003 - 2023 22
Figura 1.5. Evoluția producției științifice a primilor 10 autori pe topicul „company valuation" 23
Figura 1.6. Cartografierea geografică a publicațiilor pe topicul "company valuation" de pe Web of Science 23
Figura 1.7. Rețeaua de cuvinte cheie de coincidență de pe Web of Science 24
Figura 1.8. Analiza factorială a celor mai importante cuvintelor cheie 25
Figura 1.9. Tendința topicului „company valuation" 26
Figura 1.10. Vizualizarea cartografierii tematice a cuvintelor cheie din literatura de specialitate a selecției de pe WoS 27
Figura 1.11. Dezavantajele costului istoric 44
Figura 1.12. Avantajele utilizării valorii juste 49
Figura 1.13. Limite ale valorii juste înainte de implementarea IFRS 13 57
Figura 1.14. Factorii determinanți în evaluarea valorii juste conform IFRS 13 58
Figura 1.15. Aspecte critice ale evaluării la valoarea justă conform IFRS 13 59
Figura 1.16. Un rezumat al evaluării la valoarea justă conform IFRS 13 61
Figura 2.1. Pătratul raportării financiare 68
Figura 2.2. Abordări principale în evaluare 69
Figura 2.3. Etapizarea aplicării metodei comparației vânzărilor 74
Figura 2.4. Avantajele și dezavantajele abordării prin piață 76
Figura 2.5. Avantajele și dezavantajele abordării prin venit 82
Figura 2.6. Avantajele și dezavantajele abordării prin cost 85
Figura 2.7. Scopul comun al IFRS S1 și IFRS S2 93
Figura 2.8. Exigențe informaționale privind riscurile și oportunitățile legate de sustenabilitate prin prisma IFRS S1 94
Figura 2.9. Exigențe informaționale privind dezvăluirile legate de schimbările climatice prin prisma IFRS S2 95
Figura 2.10. Categorii generale prevăzute de ESRS 98
Figura 3.1. Criterii de includere și excludere în elaborarea chestionarului 106
Figura 3.2. Vârsta respondenților 108
Figura 3.3. Sexul respondenților 108
Figura 3.4. Experiența respondenților 109
Figura 3.5. Nivelul de educație al respondenților 110
Figura 3.6. Poziția ocupată de evaluatorii de întreprinderi 110
Figura 3.7. Categoria de entitate a respondenților 111
Figura 3.8. Procentul de timp dedicat activității de evaluare 112
Figura 3.9. Acreditarea respondenților 112
Figura 3.10. Apartenența regională a respondenților 113
Figura 3.11. Sfera de evaluare a respondenților 114
Figura 3.12. Tipologia companiilor evaluate 115
Figura 3.13. Frecvența evaluării companiilor cu profil mixt 116
Figura 3.14. Ponderea evaluării companiilor în condiții de continuitate a activității și de dificultate financiară 116
Figura 3.15. Sfera de activitate a evaluatorilor de întreprinderi 118

Scanned with OKEN Scanner

Figura 3.16. Influenţa scopului evaluării în alegerea metodei 119
Figura 3.17. Influenţa pieţei relevante în alegerea metodei 119
Figura 3.18. Adecvarea informaţiilor din mediul intern 120
Figura 3.19. Adecvarea informaţiilor din mediul extern 121
Figura 3.20. Acurateţea rezultatelor evaluării 121
Figura 3.21. Familiaritatea cu tehnicile de evaluare 122
Figura 3.22. Influenţa raţionamentului profesional 123
Figura 3.23. Efortul depus în colectarea datelor 124
Figura 3.24. Preferinţa clientului 124
Figura 3.25. Experinţa în companii similare 125
Figura 3.26. Adecvare factori de valoare adăugată şi risc 126
Figura 3.27. Frecvenţa utilizării bilanţului 126
Figura 3.28. Frecvenţa utilizării contului de profit şi pierdere 127
Figura 3.29. Frecvenţa utilizării situaţiei modificării capitalului propriu 128
Figura 3.30. Frecvenţa utilizării notele explicative 129
Figura 3.31. Frecvenţa utilizării informaţiilor nefinanciare 130
Figura 3.32. Ierarhizarea datelor de intrare 131
Figura 3.33. Ierarhizarea datelor de intrare ipotetice 131
Figura 3.34. Preferinţa abordării prin venit 132
Figura 3.35. Preferinţa abordării prin piaţă 133
Figura 3.36. Frecvenţa abordării prin cost 133
Figura 3.37. Frecvenţa utilizării metodelor alternative 134
Figura 3.38. Frecvenţa utilizării metodelor multiple 134
Figura 3.39. Raportul dintre valoarea afacerii şi vânzări 135
Figura 3.40. Raportul dintre preţ şi valoarea contabilă 135
Figura 3.41. Raportul dintre preţ şi fluxul de trezorerie liber din exploatare 136
Figura 3.42. Raportul dintre preţ şi fluxul de trezorerie liber 136
Figura 3.43. Indicatori ponderaţi în cadrul evaluării prin piaţă 137
Figura 3.44. Preferinţa pentru metoda aplicată în cadrul abordării prin piaţă 138
Figura 3.45. Preferinţa pentru aplicarea multiplicatorului pieţei bursiere la BVB 139
Figura 3.46. Preferinţa pentru utilizarea metodelor aferente abordării prin venit 140
Figura 3.47. Avantajele utilizării DCF 141
Figura 3.48. Limitările aplicării DCF în practica evaluării companiilor 142
Figura 3.49. Avantajele aplicării metodei capitalizării veniturilor 142
Figura 3.50. Dezvantajele aplicării metodei capitalizării veniturilor 143
Figura 3.51. Categorii de profit luate în calcul în estimarea veniturilor 144
Figura 3.52. Indicatori din contul de profit şi pierdere utilizaţi în aplicarea DCF 144
Figura 3.53. Perioada istorică de utilizare a situaţiilor financiare în abordarea pe bază de venit 145
Figura 3.54. Intervalul de timp utilizat în procedura de actualizare 145
Figura 3.55. Criteriile de actualizare a valorii utilizate în abordarea bazată pe venit 146
Figura 3.56. Preferinţa pentru ajustări aferente activelor din afara activităţii de exploatare, inclusiv a impactului generat de impozitare 146
Figura 3.57. Preferinţa pentru ajustări pe baza elementelor de recunoaştere a veniturilor 147
Figura 3.58. Preferinţa pentru ajustări aferente cheltuielilor fără numerar 147
Figura 3.59. Preferinţa pentru ajustarea capitalizării contarctelor de leasing operaţional 148
Figura 3.60. Obiectivitatea utilizării metodei patrimoniale (abordarea prin cost) în evaluare 149
Figura 3.61. Avantajele abordării prin active 149
Figura 3.62. Limitările abordării prin active 150

Scanned with OKEN Scanner

Figura 3.63. Posturile din bilanț utilizate în abordarea pe bază de active 151
Figura 3.64. Metode mixte de evaluare a companiilor 151
Figura 3.65. Utilizarea metodelor mixte 151
Figura 3.66. Impedimente în aplicarea în evaluarea metodelor mixte 152
Figura 3.67. Preferința și acceptabilitatea metodelor bazate pe goodwill în evaluarea companiilor 152
Figura 3.68. Surse de creare de goodwill 153
Figura 3.69. Recomandarea unor metode bazate pe crearea de valoare în evaluarea companiilor 154
Figura 3.70. Aprecierea obiectivității metodei EVA în stabilirea valorii globale a companiei 154
..... 155
Figura 3.71. Avantajele metodei EVA 155
Figura 3.72. Dezvantajele metodei EVA 156
Figura 3.73. Nevoia de informații în raportarea IFRS 156
Figura 3.74. Nevoia de informații în raportarea națională 157
Figura 3.75. Oportunitatea armonizării conceptului de valoare justă din perspectiva SEV 100 și a IFRS 13 158
Figura 3.76. Posibilitatea de îmbunătățire a metodele de evaluare oferite de reglementări și validate de literatura de specialitate 159
Figura 3.77. Aprecierea importanței cresterii nivelului de divulgare a informațiilor de tipul ESG 159
Figura 3.78. Oportunitatea elaborării unui model de evaluare a performanței sustenabile ... 160
Figura 3.79. Categoria principală de informații de natură nefinanciară (de mediu, sociale și de guvernanță – ESG) 161
Figura 3.80. Aprecierea nivelului de corelație între performanța ESG al fimelor raportoare și fondul comercial al companiei 161
Figura 3.81. Necesitatea deciziei Consiliului pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate (ISSB) de a elabora Standarde internaționale de sustenabilitate 162
Figura 3.82. Necesitatea deciziei UE de a emite Directiva privind raportarea de către întreprinderi de informații privind sustenabilitatea (CSRD) 184
Figura 4.1. Histograma funcției de regresie liniară multiplă 185
Figura 4.2. Diagrama P-P Plot 188
Figura 4.3. Histograma corelațiilor Pearson ale modelului segregat de oportunitate privind îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare bazat pe experiența profesională a EI 193
Figura 5.1. Lucrări publicate în perioada 2012-2023 pe topicul "ESG" and " company valuation" and "valuation methods" 194
Figura 5.2. Originea lucrări științifice pe tematica "ESG" and "company valuation" and "valuation methods". 195
Figura 5.3. Cartografierea cuvintelor-cheie și a legăturilor formate 196
Figura 5.4. Legăturile dintre valoarea companiei și celelalte cuvinte cheie 218
Figura 5.5. Histograma variabilei dependente aferentă Modelului 1 218
Figura 5.6. Diagrama PP-Plot aferentă Modelului 1 224
Figura 5.7. Histograma variabilei dependente aferentă Modelului 2 224
Figura 5.8. Diagrama PP-Plot aferentă Modelului 2 235
Figura 5.9. Histograma variabilei dependente aferentă Modelului 3 235
Figura 5.10. Diagrama PP-Plot aferentă Modelului 3 28

Tabelul 1.1. Sinteza principalelor studii de impact asupra domeniului cercetat 86
Tabelul 2.1. Clasificarea metodelor de evaluare 87
Tabelul 2.2. Avantajele și limitările metodelor de evaluare .....

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul 3.1. Structura întrebărilor chestionarului 105
Tabelul 4.1. Definirea variabilelor 172
Tabelul 4.2. Test de omogenitate a variabilelor – Metoda Enter 178
Tabelul 4.3. Corelaţia Pearson 182
Tabelul 4.4. Model Summary[b] 183
Tabelul 4.5. Testul ANOVA[a] 184
Tabelul 4.6. Model Summary[b,c] 186
Tabelul 5.1. Meta-analiză studiilor privind impactul factorilor ESG asupra valorii companiei 198
Tabelul 5.2. Indicatorii ESG incluşi în cercetare 207
Tabelul 5.3. Procedeul de scorare a indicatorilor E, S şi G 208
Tabelul 5.4. Descrierea variabilelor 208
Tabelul 5.5. Modelele statistice propuse 211
Tabelul 5.6. Statisticile descriptive ale modelului propus 212
Tabelul 5.7. Matricea corelaţiilor pentru Modelul 1 213
Tabelul 5.8. Sumarul Modelui 1 214
Tabelul 5.9. Testul ANOVA pentru Modelul 1 215
Tabelul 5.10. Coeficienţii Modelului 1 216
Tabelul 5.11. Residuals Statistics[a] pentru Modelul 1 218
Tabelul 5.12. Autocorelarea erorilor pentru variabila EPS 219
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26 219
Tabelul 5.13. Autocorelarea erorilor pentru variabila RSP 219
Tabelul 5.14. Autocorelarea erorilor pentru variabila RSG 220
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26 220
Tabelul 5.15. Autocorelarea erorilor pentru variabila GW 220
Tabelul 5.16. Matricea corelaţiilor pentru Modelul 2 221
Tabelul 5.17. Sumarul Modelului 2 222
Tabelul 5.18. Testul ANOVA pentru Modelul 2 222
Tabelul 5.19. Coeficienţii Modelului 2 223
Tabelul 5.20. Residuals Statistics[a] pentru Modelul 2 224
Tabelul 5.21. Matricea corelaţiilor pentru Modelul 3 226
Tabelul 5.22. Sumarul Modelului 3 231
Tabelul 5.23. Testul ANOVA pentru Modelul 3 232
Tabelul 5.24. Coeficienţii Modelului 3 233
Tabelul 5.25. Residuals Statistics[a] pentru Modelul 3 234

Scanned with OKEN Scanner

CUVINTE CHEIE

Având în vedere tema cercetării *„Contribuţii la fundamentarea şi dezvoltarea unui model de ajustare a valorii globale a companiilor pe baza informaţiilor financiare şi nefinanciare"* cuvintele cheie utilizate sunt: *valoare, valoare a companiei, evaluarea companiei, cost istoric, valoare de piaţă, valoare justă, abordări în evaluare, metode de evaluare, Standardele Internaţionale de Raportare Financiară (IFRS), Standardele Internaţionale de Evaluare (IVS), Standardele de Evaluare a Bunurilor (SEV), Standardele Internaţionale de Sustenabilitate, Standardele europene de raportare privind dezvoltarea durabilă (ESRS), Directiva europeană privind raportarea de către întreprinderi de informaţii privind sustenabilitatea (CSRD), Asociaţia Naţională a Evaluatorilor Autorizaţi din România (ANEVAR), evaluatori de întreprinderi (EI), îmbunătăţirea metodelor de evaluare, model de evaluare, capitalizare bursieră, goodwill, valoare globală, divulgare, informaţii financiare, indicatori financiari, performanţă financiară, sustenabilitate financiară, informaţii nefinanciare, informaţii de mediu, sociale şi de guvernanţă (ESG), bilanţ de sustenabilitate, indicatori nefinanciari de tip E, S şi G, performanţă ESG, Bursa de Valori Bucureşti (BVB).*

Scanned with OKEN Scanner

INTRODUCERE

Mutaţiile intervenite în economiile statelor lumii, generate de globalizarea şi internaţionalizarea afacerilor, precum şi de manifestarea recentă a unor periode de crize financiare suprapuse, au generat efecte şi implicaţii notabile şi asupra companiilor. În acest context, caracterizat de incertitudine şi de turbulenţe financiare, se impune, mai mult ca oricând, identificarea unor soluţii viabile de asigurare a rezilienţei şi sustenabilităţii afacerilor.

Prin urmare, găsirea unor metode de evaluare a companiilor, utile managementului pentru identificarea stării de sănătate, a rezilienţei şi a sustenabilităţii financiare a acestora, capătă o importanţă de netăgăduit. Sub acest aspect, datorită schimbărilor intervenite în practicile de afaceri ale companiilor şi a modificărilor de optică ale investitorilor internaţionali, prin trecerea de la investiţii tradiţionale la investiţii sustenabile şi responsabile social (ISRS), asistăm şi la inconsistenţa metodelor tradiţionale de evaluare a companiilor, care astfel nu mai răspund cu succes nevoii de evaluare obiectivă a valorii afacerii, şi deci la identificarea unor noi modele de evaluare care să răspundă noilor realităţi economice.

De asemenea, evoluţiile înregistrate la nivel internaţional şi european în ceea ce priveşte asigurarea sustenabilităţii afacerilor, în acord cu Pactul Verde European (atingerea statutului de neutralitate climatică a Europei până în anul 2050), precum şi raportarea ei, iniţial prin intermediul Directivei europene pentru raportare nefinanciară (NFRD) şi, ulterior, prin emiterea recentă a Standardelor internaţionale de sustenabilitate, precum şi a Directivei UE privind raportarea corporativă de sustenabilitate (CSRD - Corporate Sustainability Reporting Directive) şi care înlocuieşte NFRD, au generat şi vor genera în continuare shimbări de paradigmă la nivelul afacerilor, la nivelul raportării financiare, a raportării sustenabilităţii, precum şi a modului de evaluare a acestor companii.

Aceste schimbări de legislaţie, vor impune din ce în ce mai mult pentru companii să devină sustenabile şi să raporteze implicările lor în asigurarea sustenabilităţii pe toate cele 3 paliere: protejarea mediului şi a resurselor naturale (E), implicare în relaţiile cu părţile interesate şi cu societatea în general (S), precum şi respectarea codurilor de guvernanţă corporativă şi a celor mai bune practici de afaceri (G).

În acest context, companiile româneşti vor trebui să întreprindă eforturi considerabile pentru a se alinia modelelor de afaceri europene şi internaţionale, orientate spre sustenabilitate, ca o nouă modalitate de business şi pentru a-şi asigura, în continuare, investiţii sustenabile şi responsabile social.

MOTIVAŢIA ŞI IMPORTANŢA CERCETĂRII

Având în vedere contextul descris mai sus, motivaţia cercetării noastre este determinată de dorinţa de a identifica un model de evaluare a valorii globale pentru companiile româneşti cotate la Bursa de Valori Bucureşti (BVB), în contextul asigurării sustenabilităţii afacerilor, ca direcţie impusă de organismele internaţionale şi europene de reglementare. Motivaţia studiului derivă şi din actualitatea temei de cercetare propuse, precum şi din numărul extrem de redus de publicaţii axate pe problematica evaluării impactului factorilor de mediu, sociali şi de guvernanţă (Enviromental, Social and Corporate governance - ESG) asupra valorii globale a companiilor.

Importanţa temei de cercetare rezidă din reconfigurarea modelelor de business atât la nivel european, cât şi internaţional, precum şi tendinţa din ce în ce mai pronunţată a companiilor de a include raportarea ESG în modelele şi practicile de afaceri, dar şi din găsirea unor metode de cuantificare a impactului raportării ESG asupra valorii globale a acestora, într-o optică orientată spre asigurarea sustenabilităţii lor.

Scanned with OKEN Scanner

În altă ordine de idei, lucrarea de față are **un caracter anticipativ,** care derivă din preocupările actuale ale Comitetului pentru Standarde Internaționale de Evaluare (IVSC), de a introduce în reglementările internaționale în domeniul evaluării și informațiile de tip ESG, începând cu luna iulie 2024.

SCOPUL ȘI OBIECTIVELE CERCETĂRII

Scopul lucrării de cercetare intitulate *"Contribuții la fundamentarea și dezvoltarea unui model de ajustare a valorii globale a companiilor pe baza informațiilor financiare și nefinanciare"* este reprezentat de identificarea unui model de ajustare a valorii globale a companiilor cotate la BVB, bazat atât pe informații financiare, cât și pe informațiile nefinanciare de tip ESG, raportate de aceste companii.

În acest sens, în vederea atingerii scopului dedus cercetării, au fost fixate următoarele obiective:

Obiectiv nr. 1: Cercetarea implicațiilor evaluării contabile asupra evaluării economice a companiei;

Obiectiv nr. 2: Analizarea abordărilor utilizate în evaluarea companiilor prin prisma standardelor de evaluare a bunurilor și a reglementărilor contabile incidente;

Obiectiv nr. 3: Testarea percepției evaluatorilor de întreprinderi din România cu privire la posibilitățile de îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare;

Obiectiv nr. 4: Modelarea oportunității dezvoltării metodelor de evaluare a companiei din perspectiva evaluatorilor de întreprinderi din România;

Obiectiv nr. 5: Fundamentarea și dezvoltarea unui model de ajustare a valorii globale a companiilor cotate BVB pe baza informațiilor financiare și a informațiilor de mediu, sociale și de guvernanță (E, S și G).

METODOLOGIA CERCETĂRII

În vederea atingerii scopului și a obiectivelor cercetării, a fost adoptată o strategie de cercetare bazată pe un instrumentar metodologic variat și adaptat fiecărui obiectiv propus.

Lucrarea de față este structurată pe cinci capitole, din care două capitole sunt dedicate părții teoretice a lucrării și trei capitole sunt dedicate părții aplicative (practice) a lucrării.

Fiecărui capitol i-au fost stabilite obiective individuale de cercetare. Prin urmare, pentru realizarea părții teoretice a cercetării au fost utilizate metode mixte de culegere a datelor, utilizând în acest sens, analiza critică a literaturii de specialitate, analiza bibliometrică și meta-analiza, cât și consultarea directă a reglementărilor incidente fenomenului cercetat.

De asemenea, au fost utilizate metode longitudinale de cercetare care ne-au permis studierea evoluției în timp a fenomenelor cercetate. Metodele longitudinale de cercetare au fost utilizate cu preponderență în capitolele 1 și 2, dedicate părții teoretice a cercetării.

Pentru realizarea părții practice a cercetării au fost utilizate și metode de culegere a informațiilor centrate pe colaborarea cu populația studiată (metoda chestionarului). În acest sens, cercetarea realizată este o cercetare exploratorie, utilizându-se în acest sens metode descriptive (metode centrate pe colaborarea cu populația studiată prin apel la tehnica sondajului, metode cvasiexperimentale, metode statistice bazate pe chestionar și, respectiv, metode dedicate analizei statistico-matematice).

În ceea ce privește prelucrarea informațiilor culese, au fost combinate metode de prelucrare a informațiilor, utilizându-se în acest sens metode cantitative și calitative de cercetare, dar și metode de interpretare a datelor cercetării, bazate pe metode comparative și, respectiv, metode interpretative. Prin urmare, în primele două capitole ale cercetării, prin

Scanned with OKEN Scanner

intermediul tehnicilor de cercetare adecvate obiectivelor fixate, a fost realizată o trecere în revistă a evoluției conceptului de evaluare a companiei, fiind surprinse temporal modificările intervenite la nivel legislativ și conceptual în problematica evaluării companiilor, precum și o recenzie critică a abordărilor utilizate în evaluare. Au fost tratate și reglementările internaționale și europene privind raportarea sustenabilității, din prisma aprecierii oportunității utilizării acestor informații în evaluarea companiilor. Aceste aspecte ne-au permis o familiarizare cu legislația și conceptele specifice și ne-au permis fundamentarea obiectivelor aferente capitolelor 3, 4 și 5, dedicate părții aplicative.

În vederea atingerii obiectivelor aferente capitolelor 3 și 4 ale lucrării de față, a fost utilizată o cerectare exploratorie prin intermediul unui chestionar, elaborat în format Google Forms și distribuit evaluatorilor de întreprinderi (EI) din România, membri ANEVAR, care dețin această certificare. Chestionarul ne-a permis culegerea unor informații prețioase legate de percepția profesioniștilor evaluatori privind metodele de evaluare utilizate în practica evaluării companiilor, cu sublinerea avantajelor și limitelor fiecărei abordări, precum și testarea percepției acestora privind posibilitățile de îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare.

Rezultatele obținute au fost prelucrate statistic cu ajutorul softului SPSS 26, în cadrul capitolului 4, fiind realizat un model econometric general privind oportunitatea dezvoltării unor metode îmbunătățite de evaluare a companiilor în funcție de o serie de predictori statistici identificați pe baza chestionarului structurat administrat EI, precum și un model segregat de oportunitate a îmbunătățirii metodelor clasice de evaluare, bazat pe experiența profesională a acestora.

Strategia de cercetare aferentă ultimului capitol a presupus aplicarea unor tehnici de culegere manuală a datelor prin apel la situațiile financiare, pentru informațiile financiare, precum și prin apel la bilanțurile de sustenabilitate, pentru informațiile nefinanciare, care au fost centralizate și structurate, sub forma a două baze de date extinse, cu ajutorul Microsoft Excel.

Asupra bazelor de date inițiale au fost aplicate proceduri de filtrare și sistematizare pentru a putea fi supuse ulterior modelării econometrice în SPSS 26. Pentru transformarea informațiilor nefinanciare, din variabile narative în variable numerice, au fost aplicate tehnici de scoring, precum și calcule matematice ulterioare, care ne-au permis obținerea unor indici individuali de divulgare a informațiilor de mediu (E), sociale (S) și de guvernanță (G), utili în modelarea econometrică. În acest fel, au fost obținute 3 modele de evaluare a valorii globale pentru firmele cotate la BVB, care au fost testate prin proceduri statistice în ceea ce privește credibilitatea și validitatea cercetării.

Considerăm că întregul instrumentar metodologic utilizat ne-a permis o examinare exhaustivă a problemei de cercetare, în manieră plurisdisciplinară (fiind utilizate informații din contabilitate, evaluarea întreprinderii, analiză și diagnostic financiar, management, statistică și matematică) și ne-a facilitat o înțelegere deplină a problematicii complexe a evaluării companiilor, din perspectiva reglementărilor contabile și de evaluare a companiilor, a literaturii de specialitate, dar și din perspectiva aplicării practice a metodelor de evaluare de către evaluatorii de întreprinderi.

În acest sens strategia utilizată ne va permite o examinare aprofundată a schimbărilor de paradigmă în evaluarea companiilor, proces considerat indispensabil în asigurarea de informații utile pentru managementul companiilor, actorilor de pe piața de capital, organismelor de reglementare, precum și pentru alte părți interesate, cu scopul de a identifica avantajele care derivă dintr-o abordare holistică a evaluării stării de sănătate, rezilienței și sustenabilității financiare a companiilor.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 1. FUNDAMENTE TEORETICE ŞI EVOLUTIVE ALE EVALUĂRII ÎN CONTABILITATE ŞI IMPLICAŢIILE ACESTEIA ASUPRA EVALUĂRII ECONOMICE A COMPANIILOR

1.1. Contextul cercetării

Tematica evaluării companiilor şi a implicaţiilor ei atât pentru management, cât şi pentru alte părţi interesate, a făcut obiectul a numeroase studii şi dezbateri atât în lumea academică, cât şi în rândul organismelor profesionale de reglementare. Modificările intervenite la nivel internaţional în practica afacerilor, generate de adâncirea procesului de globalizare, au impus organismelor de reglementare contabilă, găsirea unor soluţii care să răspundă noilor realităţi economice.

În acest sens, răspunsul organismelor de reglementare contabilă a fost oferit prin emiterea de către organismul american de reglementare Financial Accounting Standard Board (FASB) a principiilor contabile general acceptate (US-GAAP), precum şi de către Comitetul pentru Standarde Internaţionale de Contabilitate (International Accounting Standards Board - IASB) a Standardelor Internaţionale de Contabilitate (International Accounting Standards - IAS), devenite ulterior Standadarde Internaţionale de Raportare Financiară (International Financial Reporting Standards - IFRS).

Emiterea acestor reglementări contabile, precum şi unificarea ulterioară a US-GAAP şi a IFRS, au creat premisele creării unui limbaj comun în materie de raportare financiară, au accelerat circulaţia internaţională a capitalurilor şi implicit au condus la intensificarea afacerilor transnaţionale. Sub acest aspect, în optica autorului Kaya (2013), FASB şi IASB au contribuit, prin emiterea acestor reglementări contabile, la o trecere de la „caracterul prudent al contabilităţii la o abordare echitabilă"[1].

În acest sens, trebuie să precizăm faptul că această prudenţă în contabilitate a fost reprezentată de utilizarea criteriului valorii juste în contabilitate atât în SUA, cât şi în multe alte ţări ale lumii până în jurul anilor 2000.

Instabilităţile financiare accentuate, resimţite de economia SUA la începutul anilor 1970, au fost asociate cu utilizarea costului istoric în contabilitate, bază de evaluare considerată nepotrivită în condiţii de hiperinflaţie de către organismele de reglementare. Astfel, aceste organisme, au fost nevoite să găsească noi modalităţi de evaluare, să modifice natura conservatoare a contabilităţii, de până la acest moment, şi să introducă raportarea la valoarea justă în situaţiile financiare. Sub acest aspect, autorul anterior citat, subliniază eforturile succesive ale FASB, în această direcţie, prin emiterea mai multor standardele de contabilitate financiară, respectiv FAS 87, FAS 105, FAS 107, FAS 115, FAS 119, FAS 121, FAS 123, FAS 133, FAS 157 şi FAS 159, care au contribuit la creşterea sistematică şi progresivă a utilizării metodelor de evaluare, care oferă o măsură mai relevantă a valorii decât cea oferită de costul istoric.

Aceleaşi preocupări le-a avut şi IASB, pe tărâm european, care a introdus aplicarea criteriului valorii juste, tot pe la mijlocul anilor 1970, din dorinţa de a oferi o alternativă la criteriul costului istoric[2].

În acest context, introducerea acestor reglementări au generat extinderea pe scară largă a evaluării la valoarea justă în dauna evaluărilor la costul istoric, alegerea celei mai adecvate metode de evaluare reprezentând şi astăzi un subiect actual şi amplu cercetat în literatura de

---

[1] Kaya, C. T. (2013). "*Fair Value versus Historical Cost: which is actually more" Fair"?* ". Journal of Accounting & Finance/Muhasebe ve Finansman Dergisi, (60).

[2] Grosu, V. (2010). "*Perspective şi limite în procesul de armonizare financiar-contabilă*". TipoMoldova.

Scanned with OKEN Scanner

specialitate, generat de faptul că ambele metode de evaluare prezintă atât avantaje, cât şi dezavantaje.

Sub acest aspect, contabilitatea la cost istoric este uşor de aplicat şi de înţeles şi prezintă un grad ridicat de verificabilitate, dezavantajul principal asociat costului istoric rezidă din faptul că nu reflectă realitatea sau situaţia actuală a pieţei. De asemenea, contabilitatea la cost istoric se concentrează cu prioritate spre alocarea costurilor, decât pe valoarea unui activ, din acest punct de vedere specialiştii considerând contabilitatea bazată pe costurile istorice ca fiind depăşită[3].

La polul opus, aplicarea criteriului valorii juste în contabilitate presupune obţinerea unei valori curente a activelor şi a pasivelor, valoare care se stabileşte în funcţie de condiţiile de piaţă.

Din această perspectivă, organismele de reglementare contabilă şi-au exprimat punctul de vedere legat de tipurile de active pentru care recomandă utilizarea valorii juste şi respectiv, activele pentru care recomandă evaluarea la cost, prin intermediul emiterii mai multor standarde în acest sens (a fost emis FAS 157[4] care solicită evaluarea activelor şi a pasivelor folosind preţul pieţei, iar FAS 159[5] impune entităţilor ca evaluarea activelor şi pasivelor să se efectueze pe bază contractuală).

Din acest punct de vedere, observăm faptul că există încă dificultăţi în ceea ce priveşte utilizarea exclusivă a criteriului valorii juste în evaluarea contabilă, cu toate beneficiile pe care utilizarea acesteia le aduce în contabilitate. Din acest punct de vedere, autorul Jaijairam (2013), consideră că valoarea justă în contabilitate este superioară în comparaţie cu contabilitatea la cost istoric.

Sub acelaşi aspect, autorii Budrionytė şi Gaižauskas (2018), consideră că „semnificaţia informaţiilor contabile divulgate în situaţiile financiare cu privire la resursele entităţii şi la rezultatele obţinute depinde în mare măsură de metodele de contabilitate şi de evaluare utilizate, care se bazează pe două concepte: contabilitatea la cost istoric şi contabilitatea la valoarea justă”[6].

Astfel, autorii studiului atrag atenţia asupra faptului că nu există o modalitate ideală de evaluare şi că ambele metode impactează atât poziţia finaciară, cât şi performanţa entităţii şi că evaluarea la valoarea justă este înşelătoare în ceea ce priveşte contul de profit şi pierdere, iar costul istoric în ceea ce priveşte bilanţul.

De asemenea, autorii anterior citaţi sunt de părere că beneficiile utilizării valorii juste sunt evidente, deoarece informaţiile raportate prin intermediul situaţiilor financiare devin mai relevante şi mai adecvate, nu numai în direcţia fundamentării deciziilor economice şi pentru previzionarea fluxurilor de numerar, ci şi pentru reflectarea schimbărilor de pe piaţă şi a impactului acestora asupra performanţei întreprinderii.

Autorii citaţi anterior identifică principalele neajunsuri ale valorii juste, care sunt reprezentate de raportarea unor câştiguri nerealizate care denaturează semnificaţia indicatorilor financiari şi induc în eroare părţile interesate, precum şi la “estimări nesigure, subiective şi costisitoare ale valorii juste atunci când se utilizează diferite metode de evaluare”.

Din perspectiva, criteriului costului istoric, autorii subliniază obiectivitatea şi fiabilitatea costului istoric în evaluare, în schimb atrag atenţia asupra faptului că prin utilizarea costului

---

[3] Jaijairam, P. (2013). *"Fair value accounting vs. historical cost accounting"*. Review of Business Information Systems (RBIS), 17(1), 1-6.

[4] FAS 157, Fair Value Measurements, disponibil la https://www.fasb.org/page/PageContent?pageId=/reference-library/superseded-standards/summary-of-statement-no-157.html&bcpath=tff, accesat la data de 27.07.2023.

[5] FAS 159, Fair Value Option for Financial Assets and Financial Liabilities, disponibil la https://www.fasb.org/page/PageContent?pageId=/reference-library/superseded-standards/summary-of-statement-no-159.html&bcpath=tff, accesat la data de 27.07.2023.

[6] Budrionytė, R., Gaižauskas, L. (2018). *"Historical cost vs fair value in forest accounting: the case of Lithuania"*. Entrepreneurship and sustainability issues, 6(1), 60-76.

Scanned with OKEN Scanner

istoric se ajunge ca valoarea activelor din situațiile financiare să fie semnificativ diferită de prețul lor de piață și astfel informațiile financiare să fie mai puțin adecvate pentru fundamentarea deciziilor economice.

Din cele afirmate anterior, se deduce faptul că utilizarea atât a criteriului costului istoric, cât și a valorii juste prezintă atât avantaje, cât și dezavantaje și că utilizarea uneia din cele două metode în evaluare impactează atât asupra poziției financiare, dar și a performanței companiei.

Din acest punct de vedere, se impune și identificarea de către evaluatori a celei mai potrivite metode de evaluare a companiei, cu luarea în calcul atât a avantajelor, dar și a dezavantajelor inerente evaluării contabile, deoarece considerăm că estimarea valorii unei companii reprezintă un moment fundamental în viața acesteia, influențând atât alegerile strategice, cât și cele operaționale.

Prin urmare, în contextul descris, scopul acestui prim capitol al tezei de doctorat de față este reprezentat de cercetarea fundamentelor teoretice și evolutive ale evaluării în contabilitate din perspectiva costului istoric, valorii juste și valorii de piață a companiilor.

În vederea atingerii acestui scop ne-am fixat următoarele obiective:

O1. Explorarea ariilor de cercetare focusate pe topicul "company valuation" prin intermediul unei analize bibliometrice;

O2. Realizarea unei meta-analize axate pe conexiunea dintre evaluarea companiilor și concepte precum: fond comercial, valoarea justă, valoarea de piață, metode de evaluare, Standardele Internaționale de Evaluare, piața de capital, evaluarea activelor necorporale;

O3. Identificarea evoluției conceptului de valoare din perspectiva valorii capitalului economic și a valorii de piață;

O4. Determinarea mutațiilor intervenite în evaluarea companiilor din perspectiva criteriului costului istoric și a valorii juste;

O5. Analiza impactului evaluării la valoarea justă asupra valorii globale a companiilor din perspectiva reglementărilor contabile și a standardelor de evaluare.

1.2. Recenzia literaturii de specialitate privind conceptul de evaluare a companiei prin intermediul analizei bibliometrice și a meta-analizei

De-a lungul timpului, în funcție de contextul disciplinar științific de referință, termenul de „valoare" a fost folosit pentru a identifica concepte destul de diferite, cu semnificații foarte diferite, în funcție de domeniul în care a fost utilizat, de exemplu, în fizică sau matematică, în filosofie, în logică, în teologie, în domeniul artistic sau în economie.

În domeniul financiar, mai exact în domeniul finanțelor, valoarea a fost înțeleasă ca o măsură a bogăției, iar în domeniul administrării afacerilor, valoarea a fost definită în raport cu capitalul economic al companiei și, de câteva decenii, acesteia i s-a atribuit rolul de obiectiv al acțiunii manageriale.

În prezenta lucrare, vom face referire la conceptul de valoare economică a unui obiect definit și specific, și anume compania.

Obiectivul specific al acestui subcapitol rezidă din identificarea, prin aplicarea unei metode cantitative asupra celei mai răspândite platforme de informare științifică din prezent, respectiv Web of Science (WoS), a celor mai importante clustere de cercetare, formate pe anumite topicuri de cercetare, respectiv identificarea celor mai cercetate și mai puțin cercetate problematici asociate evaluării companiilor.

În sensul celor enunțate anterior, studiul realizat de Socoliuc și colab. (2022) și axat pe identificarea impedimentelor existente în procesul de evaluare a companiilor de-a lungul timpului prin intermediul unei meta-analize a celor mai relevante lucrări axate pe tematica evaluării companiilor și a unei analize bibliometrice a lucrărilor indexate WoS, în perioada 1975-2021, având teme precum performanță, guvernanță corporativă, informație, piață,

Scanned with OKEN Scanner

companie, valoare justă, capital intelectual, gestionarea capitalului şi a câştigurilor, a evidenţiat structura clusterelor de cercetare formate din conceptele cheie utilizate în evaluarea companiei[7].

Pe baza rezultatelor studiului anterior şi prin pacurgerea unei bogate literaturi de specialitate asociate topicului de cercetare – evaluarea companiilor – am observat faptul că, în ultimii ani, interesul cercetătorilor faţă de problematica evaluării companiilor a crescut considerabil, aspect care ne-a motivat şi ne-a determinat şi pe noi să întreprindem o cercetare focusată pe ultimii 20 de ani, deoarece am observat, prin studiul bibliometric anterior, o creştere exponenţială a problematicii evaluării companiilor, în studiile de specialitate în această perioadă.

Astfel, în această secţiune ne vom focaliza atenţia asupra unei analize bibliometrice a cadrului normativ şi a literaturii de specialitate cu privire la semnificaţia conceptului de evaluare, reliefând pe scurt evoluţia şi corelaţia pe care o are evaluarea companiei în aceste studii cu concepte precum "performanţă", "guvernanţă corporativă", "informaţie", "piaţă", "firmă", "valoare justă", "CSR" etc.

Motivaţia utilizării analizei bibliometrice, ca instrument de cercetare cantitativă, rezidă din faptul că cercetătorii utilizează acest tip de analiză pentru a atinge anumite obiective importante, asociate cu identificarea tendinţelor emergente în ceea ce priveşte performanţa articolelor şi a revistelor, a tendinţelor de colaborare şi a subiectelor de cercetare, precum şi analiza structurii intelectuale a unui anumit domeniu în cadrul cercetării existente[8], aspecte pe care le considerăm extrem de importante în contextul cercetării de faţă.

În sensul celor enunţate anterior, cercetarea bibliometrică a fost realizată urmând un flux de lucru standard, etapizat într-o manieră logică, şi care se subscrie celor trei etape prezentate mai jos şi care au fost sugerate şi de către alţi cercetători, astfel[9]:

- colectarea datelor;
- analiza şi vizualizarea datelor;
- interpretarea rezultatelor.

Astfel, în cele ce urmează, vom aplica aceste trei etape şi în analiza noastră.

1. Colectarea datelor

Pentru a realiza această cercetare şi pentru a îndeplini obiectivul propus, au fost efectuate o serie de căutări retrospective pe topicul *"company valuation"* în WoS, acoperind perioada 2003-2023, utilizând o serie de criterii de includere şi de excludere, conform figurii 1.1, prezentate mai jos, astfel:

---

[7] Socoliuc, M. I., Melega, A., Hlaciuc, E., Botez, D. (2022). *"Identifying obstacles in the evaluation of companies based on the research cluster method"*. Economic Annals-XXI, 199(9-10), 4-18. doi: https://doi.org/10.21003/ea.V199-01.

[8] Ab Rashid, M. F. (2023). *"How to Conduct a Bibliometric Analysis using R Packages: A Comprehensive Guidelines"*. Journal of Tourism, Hospitality and Culinary Arts, 15, 24-39.

[9] Aria, M., Cuccurullo, C. (2017). *"Bibliometrix: An R-tool for comprehensive science mapping analysis"*. Journal of informetrics, 11(4), 959-975.

Scanned with OKEN Scanner

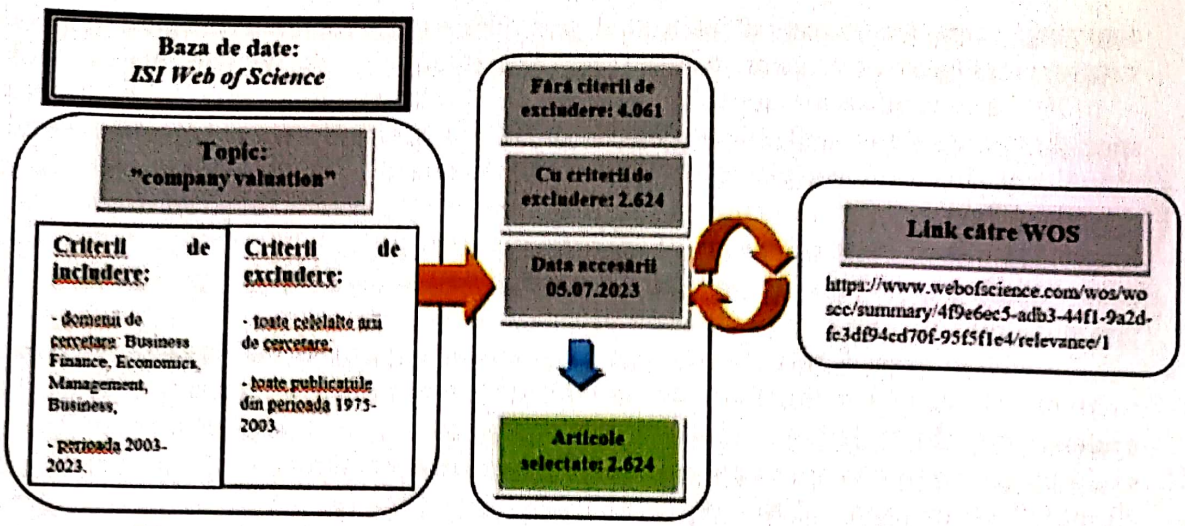


Figura 1.1. Metodologia de colectare a datelor din WoS
Sursa: Elaborare proprie

Astfel, după cum putem observa în figura 1.1, în urma aplicării criteriilor de incudere şi de excludere, au rezultat 2.624 de publicaţii, care vor intra în procesul de analiză, vizualizare şi interpretare a rezultatelor.

2. Analiza şi vizualizarea datelor

Sub aspectul utilităţii analizei bibliometrice în analiza şi vizualizarea datelor, Rojas-Sánchez şi colab. (2023)[10] menţionează că analiza bibliometrică este o abordare care utilizează un set de metode cantitative pentru a măsura, urmări şi analiza literatura de specialitate. În opinia autorilor Yazdi şi colab. (2023), analiza bibliometrică poate oferi o structură fiabilă şi o tendinţă avansată a ţintei de cercetare specificate şi a direcţiilor sale folosind o procedură simplă, logică, inteligibilă, şi replicabilă. În plus, autorii anterior menţionaţi, consideră că un astfel de proces structural adoptă instrumente analitice robuste pentru a revizui în mod obiectiv lucrările anterioare şi pentru a reduce părtinirea cercetătorilor în selectarea studiilor publicate[11].

Astfel, pentru a analiza tendinţele cheie aferente topicului studiat şi pentru a efectua o analiză bibliometrică amănunţită, în această secţiune am procedat la prelucrarea publicaţiilor selectate de pe platforma WOS cu ajutorul a două softuri specifice de analiză bibliometrică, respectiv VOSviewer şi Bibliometrix. Am optat pentru aceste două programe, deoarece potrivit autorilor Arruda şi colab. (2022)[12], VOSviewer şi Bibliometrix sunt potrivite pentru a furniza vizualizarea studiilor în domeniul cercetat, dar fiecare dintre ele oferă un set distinct de capacităţi şi cerinţe, concluzionând că fiecare dintre acestea acoperă o anumită nişă de cercetare.

VOSviewer este un software gratuit utilizat pentru generarea şi vizualizarea hărţilor bibliometrice putând fi folosit, de exemplu, pentru a crea hărţi ale autorilor sau ale revistelor pe baza datelor de co-citare sau pentru a genera hărţi de cuvinte cheie pe baza datelor de co-ocurenţă[13]. Astfel, am utilizat softul VOSviewer şi pentru a genera şi vizualiza reţele de co-

[10] Rojas-Sánchez, M. A., Palos-Sánchez, P. R., Folgado-Fernández, J. A. (2023). "*Systematic literature review and bibliometric analysis on virtual reality and education*". Education and Information Technologies, 28(1), 155-192.
[11] Yazdi, M., Mohammadpour, J., Li, H., Huang, H. Z., Zarei, E., Pirbalouti, R. G., Adumene, S. (2023). "*Fault tree analysis improvements: a bibliometric analysis and literature review*". Quality and Reliability Engineering International, Volume 39, Issue 5, 1639 - 1659.
[12] Arruda, H., Silva, E. R., Lessa, M., Proença Jr, D., Bartholo, R. (2022). "*VOSviewer and bibliometrix*". Journal of the Medical Library Association: JMLA, 110(3), 392.
[13] Kemeç, A., Altınay, A. T. (2023). "*Sustainable energy research trend: A bibliometric analysis using VOSviewer, RStudio bibliometrix, and CiteSpace software tools*". Sustainability, 15(4), 3618.

Scanned with OKEN Scanner

apariţie a unor termeni importanţi extraşi din baze de date ştiinţifice asociaţi topicului *„company valuation*". De cealaltă parte, pachetul Bibliometrix oferă un set de instrumente pentru cercetarea cantitativă în bibliometrie şi scientometrie. Într-un studiu recent realizat de Brahimi şi Haneya (2023)[14] se menţionează că Bibliometrix se distinge prin încorporarea unei game largi de analize diferite, oferind analize şi diagrame la diferite niveluri, cum ar fi autor, documente şi surse, pe lângă structura conceptuală, intelectuală şi socială. Acestea au reprezentat şi motivele care ne-au determinat şi pe noi, în acest studiu, să recurgem la utilizarea Bibliometrix, soft care a fost rulat prin intermediul RStudio.

Pentru a analiza eficient cantitatea mare de date colectate din bază de date Web of Science (WoS) şi pentru a investiga cercetările relevante în ceea ce priveşte rezultatele publicaţiilor, cele mai active ţări, direcţiile de cercetare şi evoluţia domeniului studiat, metoda de cercetare pe care am considerat-o cea mai potrivită a fost reprezentată de analiza bibliometrică. În acest sens, metodologia de cercetare utilizată în acest studiu se bazează pe o abordare cantitativă şi calitativă, folosind analiza bibliometrică pentru a descoperi tendinţele emergente în articolele ştiinţifice publicate. Prin urmare, cercetarea noastră rezumă detaliile critice extrase din baza de date WoS în etapa de colectare a datelor identificând un total de 4.061 de articole, din care după aplicarea criteriilor de selecţie menţionate mai sus (criteriile de includere şi de excludere), au rezultat un număr de 2.624 de articole selectate pentru perioada de studiu 2003-2023.

În figura 1.2 se poate observa tendinţa de publicare crescută pe această temă în ultimii ani, aspect care ilustrează importanţa acestui subiect în rândul cercetătorilor internaţionali.

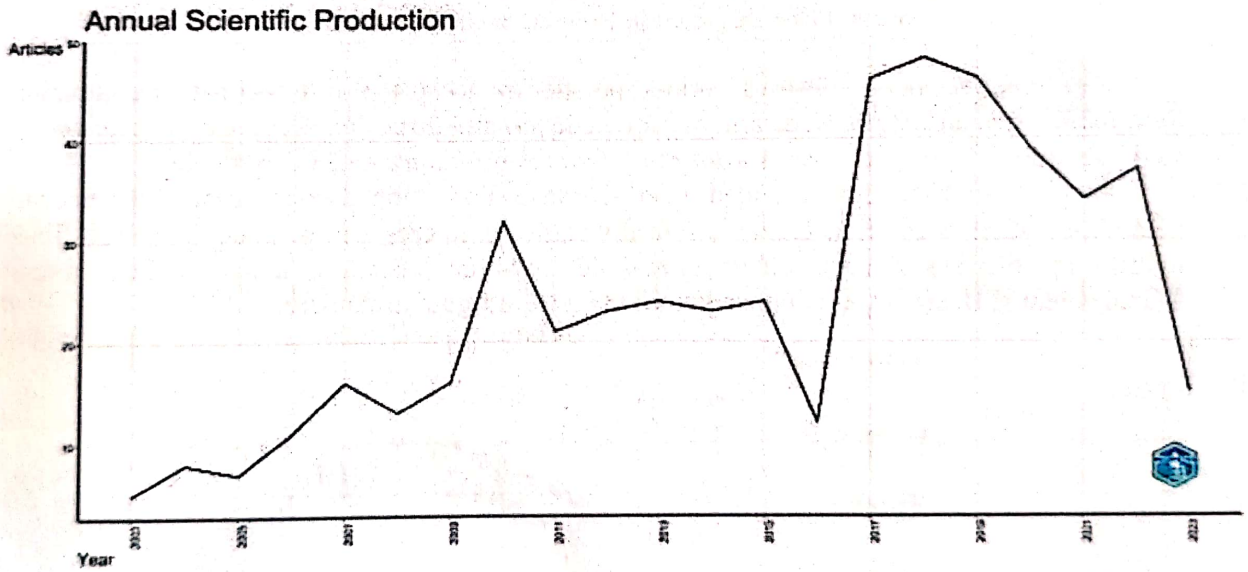


Figura 1.2. Frecvenţa publicaţiilor pe topicul "company valuation" în perioada 2003 - 2023

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul Bibliometrix

Sub aspectul producţiei ştiinţifice anuale, putem observa faptul că această zonă de cercetare a primit atenţie din partea cercetătorilor şi prezintă un potenţial de creştere exponenţial. De asemenea, am observat o tendinţă accentuată de colaborare a cercetătorilor din diferite ţări ale lumii, ceea ce semnifică o extindere a teritoriilor de cercetare şi a creării unei reţele de publicaţii la nivel internaţional în această arie tematică de studiu.

În figura 1.2, prezentată mai sus, putem observa o creştere exponenţială a publicaţiilor pe această temă, publicate în reviste de top incidente domeniului evaluării companiilor, precum şi

[14] Brahimi, T., Haneya, H. (2023, January). "*Mapping the Scientific Landscape of Metaverse Using VOSviewer and Bibliometrix*". In 2023 20th Learning and Technology Conference (L&T) (pp. 8-13). IEEE.

Scanned with OKEN Scanner

pe subiecte conexe acestuia. De asemenea, se observă că în perioada 2017 şi 2023, s-a înregistrat o creştere a numărului de articole publicate pe această temă, ceea ce denotă importanţa şi actualitatea topicului studiat la nivel internaţional.

Pe de altă parte, cu ajutorul softului Bibliometrix, am putut identifica şi un top 10 al jurnalelor internaţionale, care au publicat cele mai multe studii pe topicul *„company valuation”*, pentru perioada analizată. Aceste aspecte sunt prezentate grafic, în figura 1.3, prezentată mai jos, astfel:

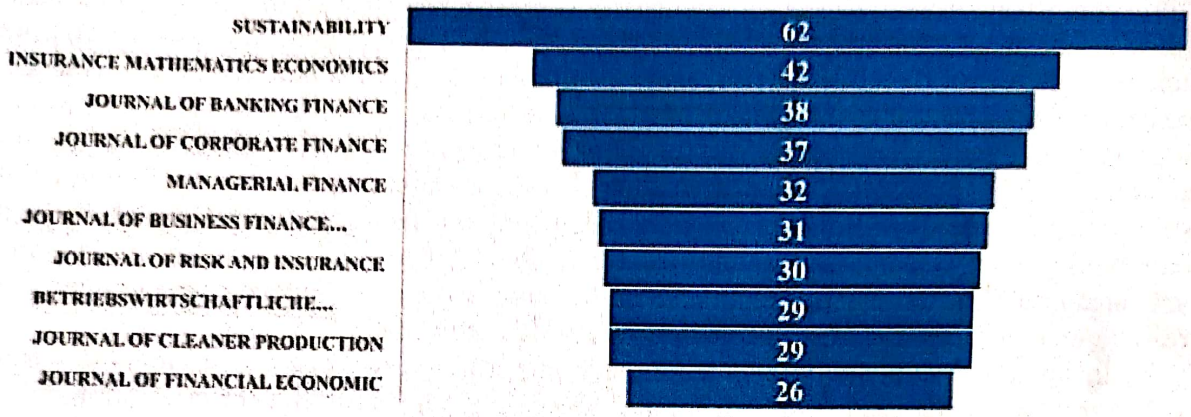


Figura 1.3. Top 10 reviste cu publicaţii pe topicul studiat
Sursa: Elaborare proprie pe baza datelor din Web of Science

Aşa cum se poate observa, prima poziţie în acest top este ocupată de jurnalul *Sustainability* cu un total de 62 de articole, urmat de jurnalul *Insurance Mathematics Economics* cu 42 de articole şi respectiv revista *Journal of Banking Finance* cu 38 de articole.

În plus, analiza noastră a identificat şi domeniile de top asociate topicului cercetat, putându-se observa că ariile tematice sunt diversificate, interesul în baza de date WoS fiind evident în Business Finance cu un număr de 1.154 de publicaţii, urmat de Economics, Management şi Business, aşa cum se poate observa din figura următoare.

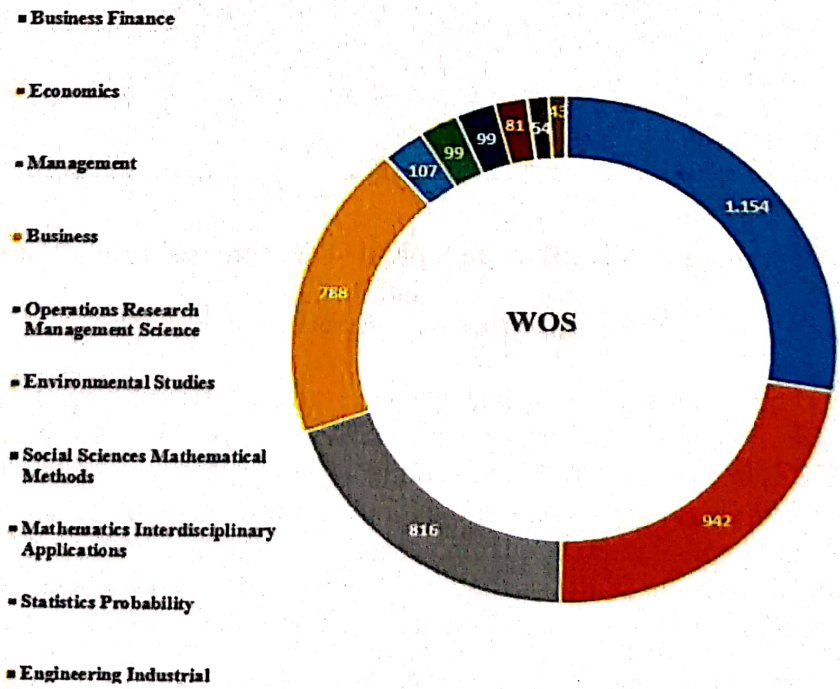


Figura 1.4. Profilul cercetării pe topicul ”company valuation” în perioada 2003 - 2023
Sursa: Elaborare proprie pe baza datelor din Web of Science

Scanned with OKEN Scanner

Cercetarea a relevat şi un top al cercetătorilor pe topicul studiat, la nivel internaţional, aspecte pe care le-am redat grafic, în figura de mai jos, astfel:

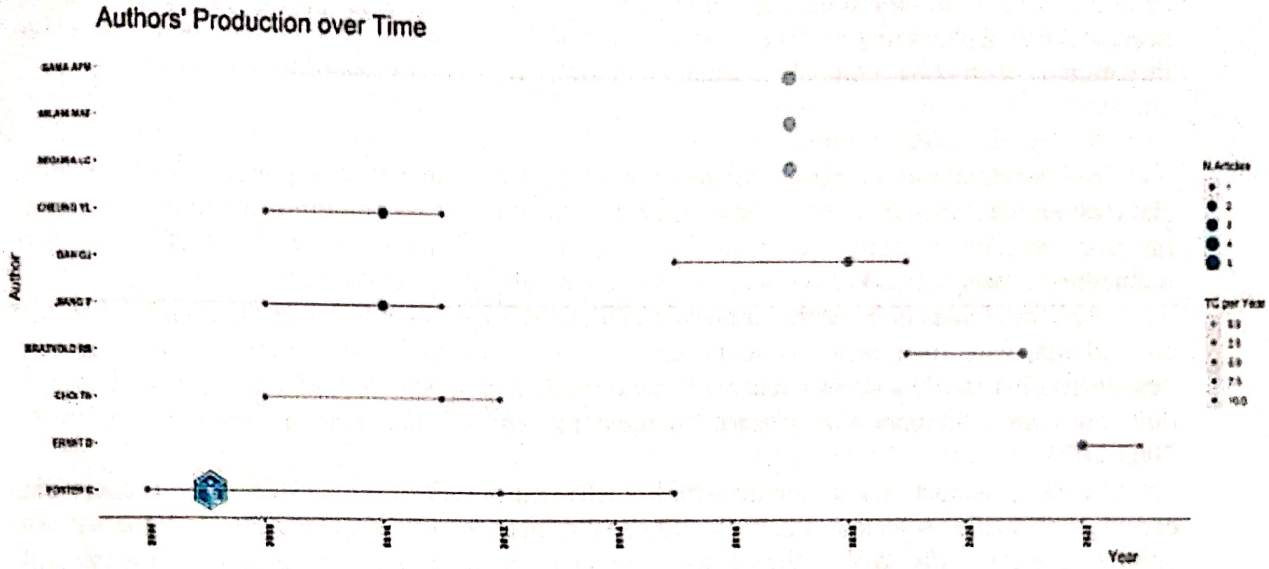


Figura 1.5. Evoluţia producţiei ştiinţifice a primilor 10 autori pe topicul „company valuation"

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul Bibliometrix

Astfel, cercetarea noastră a fost focusată pe primii 200 de autori din domeniu, figura 1.5, prezentată anterior, relevând faptul că în top 10 al autorilor care influenţează cel mai mult domeniul studiat, niciunul nu iese în evidenţă pentru această perioadă de studiu.

De asemenea, în această parte a cercetării, atenţia noastră a fost focalizată şi pe analiza evoluţiei geografice a publicaţiilor pe tema *"company valuation"*. Astfel, interogând baza de date Web of Science am putut identifica şi principalele ţări cu publicaţii înregistrate pe topicul nostru, în perioada 2003-2023, cartografiind geografic, în figura următoare, numărul de publicaţii raportat la ţara de origine a autorilor.

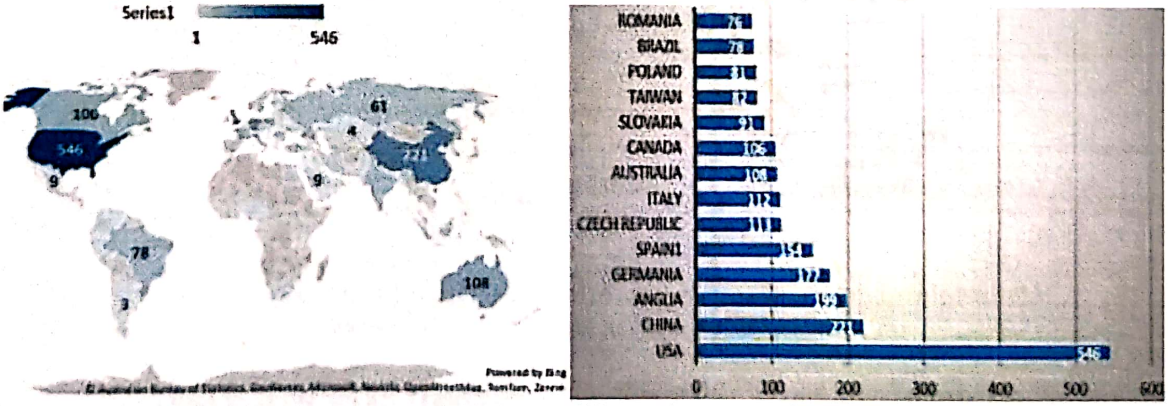


Figura 1.6. Cartografierea geografică a publicaţiilor pe topicul "company valuation" de pe Web of Science

Sursa: Elaborare proprie pe baza datelor din Web of Science

Astfel, în figura 1.6 se pot identifica cele mai active ţări care au arătat un interes ridicat de cercetare şi publicare pe tematica studiată, SUA aflându-se pe primul loc cu 546 de publicaţii, urmată de China cu 221 de publicaţii şi Anglia cu 199 de publicaţii. Tot din figura

Scanned with OKEN Scanner

de mai sus, putem observa faptul că, printre țările cu publicații pe topicul *"company valuation"*, se regăsește și România cu un număr de 76 de publicații, aspect care ilustrează importanța acestui subiect și în rândul cercetători naționali, dar totodată faptul că literatura națională, pe acestă tematică, este totuși redusă. Prin urmare, considerăm că lucrarea de față, poate îmbogăți literatura de spcialitate națională, asociată tematicii evaluării companiilor.

3. Interpretarea rezultatelor

Sub aspectul interpretării rezultatelor, considerăm că analiza de co-ocurență a cuvintelor cheie este semnificativă pentru a identifica cele mai cercetate tematici într-un anumit domeniu. În acest sens, în această secțiune, analiza co-apariției cuvintelor cheie a fost efectuată prin includerea în programul VOSviewer a bazei de date obținută din WOS.

Aplicarea acestui procedeu a permis elaborarea unei hărți de rețele de cuvinte cheie de coincidență, care ilustrează frecvența asocierii între cei mai mulți termeni și apariția lor, descoperită în titlurile și rezumatele analizate din cele 2.624 de publicații, din cele mai relevante domenii, cum ar fi economie, afaceri, finanțe corporative și management, apărute în perioada 2003-2023.

Așadar, au fost supuse analizei bibliometrice un număr de 8.158 de cuvinte cheie din cadrul publicațiilor selectate din WoS. Numărul minim de apariții ale cuvintelor cheie supuse analizei a fost 5, astfel că din cele 8.158 de cuvinte cheie, doar 702 cuvinte cheie au atins pragul ales și au fost prelucrate în VOSviewer.

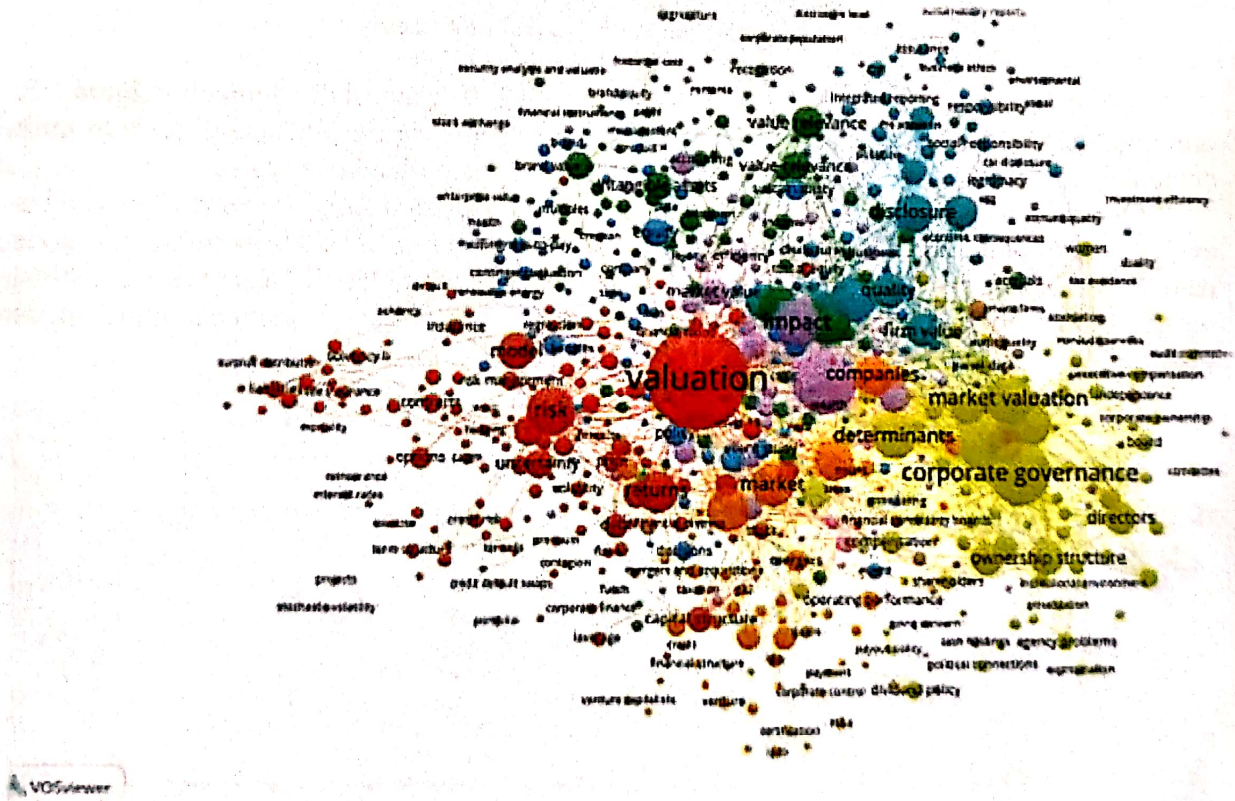


Figura 1.7. Rețeaua de cuvinte cheie de coincidență de pe Web of Science
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul VOSviewer

Rețeaua de co-ocurență a cuvintelor cheie este prezentată în figura 1.7, nodurile rezultate reprezentând cuvintele cheie, iar legătura între două noduri indică faptul că cele două cuvinte cheie apar în aceeași publicație.

Precizăm faptul că, cu cât nodul este mai mare, cu atât mai frecvent apare cuvântul cheie în publicațiile analizate, iar cu cât legătura este mai groasă, cu atât este mai mare numărul de

Scanned with OKEN Scanner

co-apariţii[15]. Astfel, din harta rezultată am observat faptul că cele 702 cuvinte cheie prelucrate în VOSviewer sunt asociate în 9 clustere, care se disting prin culori diferite. Astfel, cel mai amplu cluster are culoarea roşie şi acoperă teme legate de: evaluare, model, risc, incertitudine, opţiuni reale etc. Cel de-al doilea cluster are culoarea mov şi se circumscrie unor itemi cum ar fi: performanţă, impact, firmă, valoarea de piaţă etc. Următorul cluster are culoarea galbenă şi s-a format în jurul unor teme precum: guvernanţa corporativă, factorii determinanţi ai acesteia, valoarea de piaţă, structura acţionariatului etc. Al patrulea cluster are culoarea albastru deschis şi se dezvoltă pe teme orientate spre: management, divulgare, responsabilitate social corporativă, valoarea companiei, rapoarte de sustenabilitate etc. Clusterul al cincilea are culoarea albastru închis şi este concentrat în jurul unor itemi precum: capital propriu, sustenabilitate, modele de evaluare, politici etc. Cercetările aferente celorlalte patru clustere au fost focusate pe teme precum: informaţie, managementul profitului, piaţă şi evaluarea companiei.

Prin urmare, din analiza primelor cinci clustere, care sunt şi cele mai importante, deducem faptul că cercetările actuale, pe topicul evaluării companiei, sunt asociate unor concepte precum: model, performanţă, valoare de piaţă, guvernanţă coporativă şi factorii determinanţi ai acesteia,divulgare, CSR, sustenabilitate precum şi modele de evaluare a valorii companiei, aspecte pe care le vom trata şi noi în cercetarea de faţă.

În figura 1.8, realizată cu ajutorul Bibliometrix, este redată analiza factorială a celor mai importante 200 de cuvinte cheie selectate din cadrul publicaţiilor incidente cercetării, zonele roşii şi albastre fiind împărţite în două părţi ale topicului studiat, putându-se observa că în fiecare zonă, există legături între cuvintele cheie.

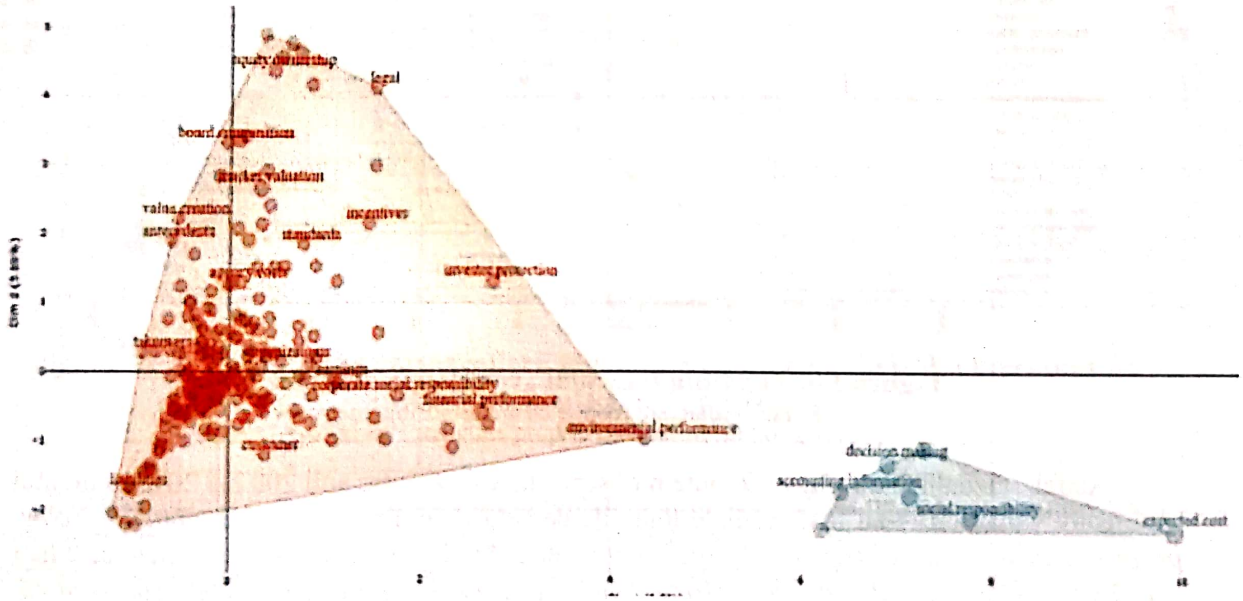


Figura 1.8. Analiza factorială a celor mai importante cuvintelor cheie
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul Bibliometrix

După cum se poate observa, zona roşie din figura de mai sus, prezintă mai multe cuvinte cheie, iar diferite cuvinte cheie sunt legate între ele, cele mai relevante fiind *performanţa financiară, CSR, performanţa de mediu, evaluarea de piaţă şi valoarea creată*, aspect care rezidă din faptul că acestea se regăsesc utilizate împreună în multe publicaţii aferente topicului "*company valuation*". *Prezenţa acestor legături denotă o nişă de cercetare importantă, care în*

[15] Zhang, L., Ling, J., Lin, M. (2023). *"Carbon neutrality: A comprehensive bibliometric analysis"*. Environmental Science and Pollution Research, 30(16), 45498-45514.

Scanned with OKEN Scanner

opinia noastră, merită a fi luată în calcul şi explorată în cercetare. Astfel, în ultimul capitol al lucrării de faţă, ne vom focusa atenţia tocmai pe o astfel de cercetare calitativă legată de evaluarea valorii globale a companiilor cotate la Bursa de Valori Bucureşti (BVB).

În ceea ce priveşte zona albastră, aceasta cuprinde mai puţini termeni care se focusează pe *responsabilitatea socială, costul aşteptat, informaţia contabilă şi luarea deciziilor*. De asemenea, şi aceşti termeni se regăsesc utilizaţi împreună în publicaţiile asociate domeniului cercetat.

Pentru a putea observa cu o mai mare acurateţe evoluţia cercetărilor asociate topicului *„company valuation"* de-a lungul timpului, am procedat la elaborarea figurii 1.9, cu ajutorul Bibliometrix. Raţiunea acestei cercetări rezidă din dorinţa de a observa tendinţele actuale în ceea ce priveşte subiectul cercetat, aspect care ne va permite şi nouă identificarea celor mai actuale nişe de cercetare în acest câmp.

Prin urmare, prezentăm, în cele ce urmează, în manieră grafică, evoluţia cercetărilor întreprinse pe topicul *„company valuation"*, astfel:

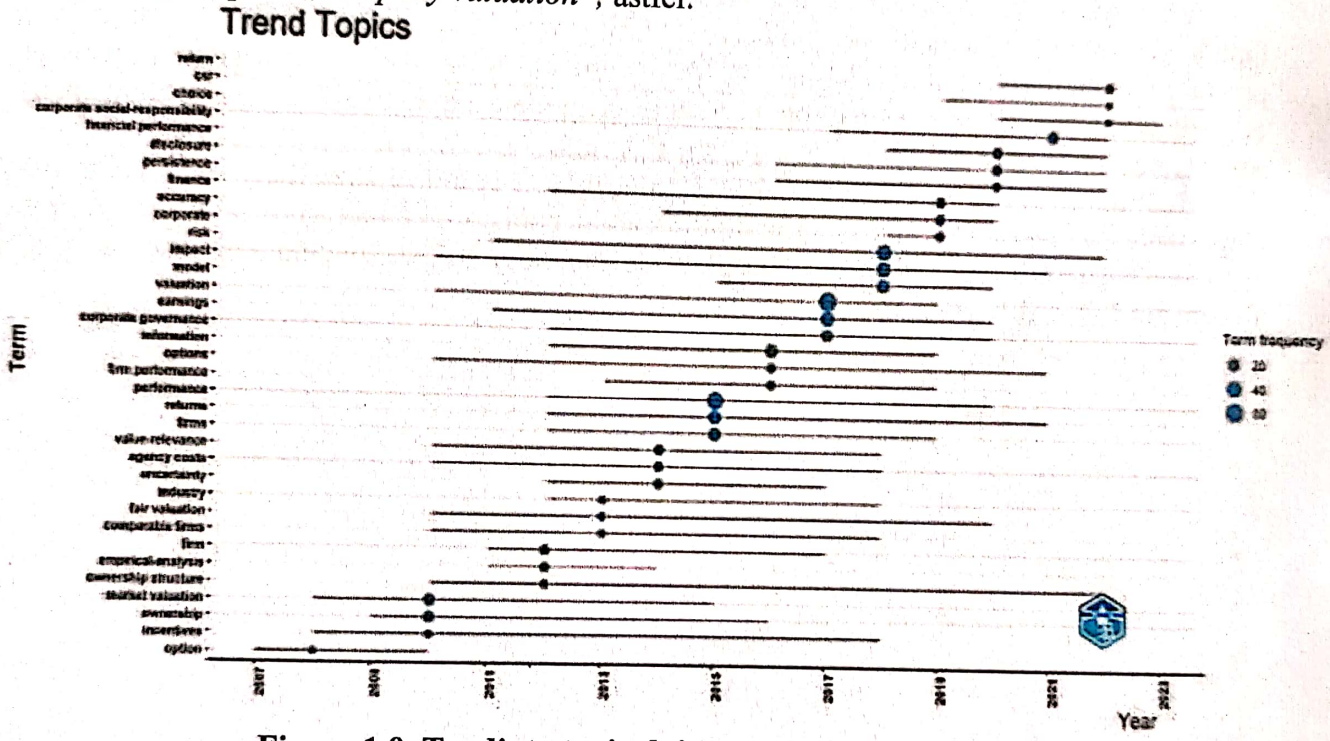


Figura 1.9. Tendinţa topicului „company valuation"
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul Bibliometrix

Astfel, vizualizând figura 1.9, putem observa faptul că, între anii 2007 şi 2010, topicului „company valuation" i-au fost asociate teme de cercetare dominante precum *opţiunile reale, proprietatea* şi *valoarea de piaţă*. Analiza perioadei 2011- 2015 a arătat că subiectele cele mai cercetate au fost *analizele empirice, firma, valoarea justă, evaluare, guvernanţă corporativă, venituri, relevanţa valorii*. Perioada 2015 până în 2017, este caracterizată prin explorarea unor noi teme de cercetare, care au fost direct legate de evaluarea companiei, respectiv propunerea primelor *modele de evaluare* şi cercetări axate pe tematica *divulgării informaţiilor*. Din 2017 până în 2019, au fost introduse teme noi de cercetare legate de *performanţa financiară* şi *responsabilitate socială corporativă*. Un aspect deosebit de interesant, relevat de softul Bibliometrix, este faptul că din anul 2020 s-a înregistrat o creştere semnificativă a atenţiei pentru cercetări axate pe cuvinte cheie precum *alegere (choice)*, aceste aspecte putând fi explicate prin faptul că metodele tradiţionale de evaluare prezintă multiple carenţe şi, prin urmare, cercetătorii sunt focusaţi pe identificarea unor noi metode alternative de evaluare. Aceeaşi tendinţă de cercetare s-a menţinut până în 2023, cercetarea bibliometrică relevand faptul că studiile realizate s-au focusat pe tematici precum: *responsabilitatea socială*

Scanned with OKEN Scanner

corporativă (CSR) și alegerea de metode alternative de evaluare (choice), aspecte care ne-au determinat şi pe noi, în ultima parte a lucrării, să ne focusăm atenţia pe elaborarea unui model de ajustare a valorii globale a companiilor cotate la BVB, fundamentat pe baza informaţiilor financiare şi nefinanciare oferite de contabilitate. Astfel, am propus un model de ajustare a valorii globale a companiilor cotate la BVB, prin încorporarea informaţiilor nefinanciare legate de mediu, sociale şi de guvernanţă, alături de variabilele clasice de estimare a valorii globale.

În completarea aspectelor menţionate anterior, am considerat oportun, pentru lucrarea de faţă, să evidenţiem, cele mai importante tematici, asociate topicului propus, prin intermediul cuvintelor cheie. Astfel, figura 1.10 prezintă grafic aceste aspecte, astfel:

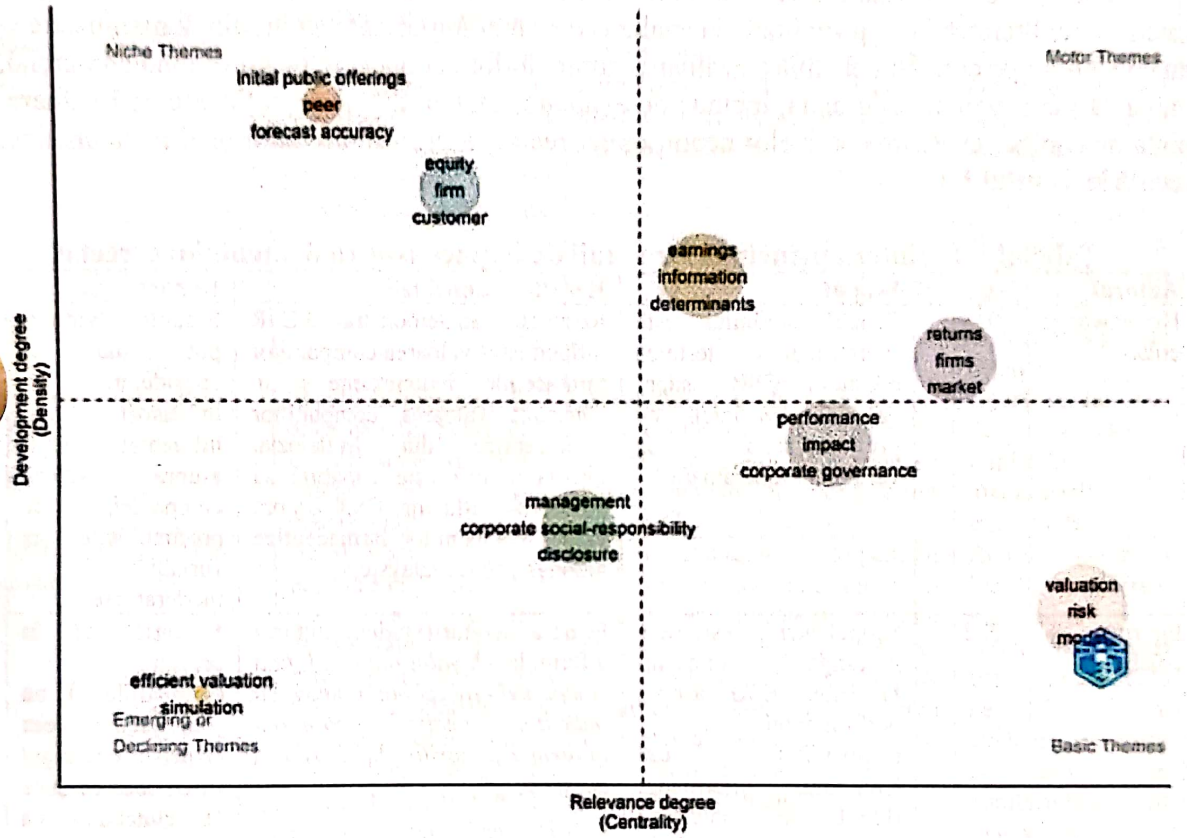


Figura 1.10. Vizualizarea cartografierii tematice a cuvintelor cheie din literatura de specialitate a selecției de pe WoS

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul Bibliometrix

Din analiza figurii 1.10, în care harta tematică a fost construită pe baza cuvintelor-cheie ale autorilor din literatura de specialitate selectată de pe platforma WoS, observăm o cartografiere a rezultatelor cercetării, în patru teme, astfel: teme de nişă (stânga sus), teme „motor" (dreapta sus), teme emergente sau în declin (stânga jos) şi teme de bază (dreapta jos). În *temele motorii*, temele de cercetare care sunt bine dezvoltate sunt trasate în partea dreaptă sus şi includ Clusterul 1: *randament, firme şi piaţă* şi Clusterul 2 care are o centralitate mai mare şi se axează pe *venituri, informaţie şi determinanţi*. Mai mult, există *teme de bază* cu o centralitate ridicată şi o densitate medie şi includ Clusterul 1: *performanţă, impact şi guvernanţă corporativă* şi Clusterul 2 care are o centralitate mai redusă şi care se focusează pe *evaluare, risc şi model*.

Temele de nişă sunt reprezentate în două clustere (stânga sus) care au o centralitate mai redusă şi o densitate mai mica, respectiv Clusterul 1 care include teme precum: *ofertă publică iniţială, omologi (similar) şi acurateţea previziunilor*, iar Clusterul 2 include teme precum:*acţiuni, firmă şi client*. În ceea ce priveşte *temele emergente sau în declin*, Clusterul 1

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

care are o centralitate mai redusă şi este de o densitate mai mică şi conţine teme precum: *evaluare eficientă şi simulare*, iar Clusterul 2 este centrat şi are o densitate medie şi conţine tematicile: *managementul, responsabilitatea socială corporativă şi publicarea informaţiilor. Aceste aspecte întăresc convingerea noastră asupra noutăţii şi relevanţei cercetărilor efectuate pe tematici de bază legate de identificarea unor noi modele de evaluare a valorii globale a companiei din prisma performanţei şi creşterii calităţii guvernanţei corporative, asociate divulgării de informaţii nefinanciare precum tematici noi, asociate CSR şi divulgării informaţională, precum şi elaborarea unor modele de evaluare şi de predicţie a riscului financiar, în contextul asigurării sustenabilităţii afacerilor.*

Tot pentru a susţine obiectivele cercetării noastre, în ceea ce urmează am recurs prin intermediul literaturii de specialitate, la analiza celor mai importante studii din domeniu care s-au concentrat pe conexiunea dintre evaluarea companiilor şi concepte precum: fond comercial, valoarea justă, valoarea de piaţă, metode de evaluare, Standardele Internaţionale de Evaluare, piaţa de capital, evaluarea activelor necorporale, realizată prin intermediul unei meta-analize, redată în Tabelul 1.1.

Tabelul 1.1. Sinteza principalelor studii de impact asupra domeniului cercetat

Autorul	An	Scopul	Rezultate/Concluzii	Impact
Hermawan şi colab.[16]	2023	Scopul studiului este reprezentat de testarea efectului CSR asupra valorii companiei, cu profitabilitatea ca variabilă moderatoare.	Rezultatele au demonstrat că CSR influenţează valoarea companiilor farmaceutice indoneziene şi nu afectează valoarea companiilor farmaceutice din Malaiezia. Profitabilitatea este capabilă să modereze influenţa CSR asupra valorii companiilor farmaceutice indoneziene şi malaysiene.	Studiile viitoare pot lua în considerare indicatori ai influenţei CSR asupra valorii companiei, cu profitabilitatea ca variabilă moderatoare.
Egorova şi colab.[17]	2022	Scopul lucrării este de a investiga impactul factorilor ESG asupra performanţei companiilor din tehnologia informaţiei (IT). Lucrarea analizează poziţia companiilor IT în ratingul ESG în raport cu alte industrii, evidenţiază punctele forte şi punctele slabe ale componentelor lor ESG.	Pe baza literaturii studiate, autorul a formulat că *valoarea de piaţă a companiei este cel mai potrivit ca indicator pentru evaluarea influenţei factorilor ESG asupra acesteia.*	Se arată că, în prezent, companiile IT nu sunt lideri în ceea ce priveşte ratingul ESG, ceea ce duce la concluzia că acestea au posibilitatea de a-şi dezvolta practicile ESG, dacă dezvoltarea acestora va îmbunătăţi poziţia companiei şi va avea un efect pozitiv asupra performanţei acesteia.
Zhou şi colab.[18]	2022	Spre deosebire de studiile existente, această	Rezultatele arată că îmbunătăţirea performanţei ESG a companiilor	În cele din urmă, această lucrare

[16] Hermawan, S., Sari, Y. A., Biduri, S., Rahayu, D., Rahayu, R. A. (2023). *"Corporate social responsibility, firm value, and profitability: Evidence from pharmaceutical companies in Indonesia and Malaysia"*. International Journal of Professional Business Review: Int. J. Prof. Bus. Rev., 8(2), 1.

[17] Egorova, A. A., Grishunin, S. V., & Karminsky, A. M. (2022). *"The Impact of ESG factors on the performance of Information Technology Companies"*. Procedia Computer Science, 199, 339-345.

[18] Zhou, G., Liu, L., Luo, S. (2022). *"Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance"*. Business Strategy and the Environment, 31(7), 3371-3387.

Autorul	An	Scopul	Rezultate/Concluzii	Impact
		lucrare ia performanța financiară ca variabilă de mediere și construiește un model de regresie liniară și un model de efect de mediere bazat pe analiza relației dintre performanța ESG, performanța financiară și valoarea de piață a companiei și mecanismul de influență a acestora.	cotate la bursă poate îmbunătăți valoarea de piață a companiei, iar performanța financiară a companiei prezintă un efect de mediere evident. În același timp, capacitatea operațională este o modalitate de mediere importantă pentru ca performanța ESG să afecteze valoarea de piață a companiei.	oferă sugestii relevante pentru autoritățile de reglementare, societățile cotate la bursă și investitori.
French și colab.[19]	2021	Scopul acestei lucrări este de a analiza definiția valorii de piață și modul în care unii participanți pe piață o pot înțelege greșit sau chiar denatura.	Această informare este o analiză a definițiilor de evaluare, clarificând ce înseamnă și ce nu înseamnă acestea.	Acest studiu oferă îndrumări privind modul în care definițiile de evaluare pot fi prezentate clientului în conformitate cu Standardele internaționale de evaluare.
Shen și colab.[20]	2020	Scopul lucrării este de a arăta că CSR poate ajuta o companie să creeze valoare din activele necorporale	Acest studiu evidențiază o idee nouă conform căreia firmele pot utiliza practicile de CSR pentru a realiza potențialul activelor lor intangibile.	Acest studiu are, de asemenea, implicații manageriale importante.
Rodionov și colab.[21]	2020	Acest studiu a inclus o analiză a impactului creat de valoarea activelor necorporale și a proprietății intelectuale asupra capitalizării și securității economice a companiei, plus un model de regresie. A fost elaborat un algoritm pentru a determina securitatea economică a unei companii pe baza evaluării activelor necorporale în conformitate cu IVS.	Algoritmul sugerat poate permite unei companii să își gestioneze în mod eficient activele necorporale utilizând IVS, ceea ce, la rândul său, va oferi nivelul necesar de securitate economică pentru dezvoltarea ulterioară și atingerea obiectivelor strategice de către compania comercială.	Această lucrare a luat în considerare securitatea economică a unei companii în ceea ce privește evaluarea activelor necorporale în conformitate cu Standardele Internaționale de Evaluare (IVS).
Žager și colab.[22]	2020	Lucrarea urmărește să compare diferite abordări pentru evaluarea valorii unei companii.	Rezultatele cercetării au arătat că valoarea de marcă și valoarea contabilă a companiilor diferă de obicei. La toate societățile	Având în vedere faptul că marca are o mare importanță pentru activitatea

[19] French, N., Crosby, N., Thorne, C. (2021). "*Pricing to market: market value - the enigma of misunderstanding*". Journal of Property Investment & Finance, Volume 39, Issue 5, Page 492-499, DOI10.1108/JPIF-05-2021-0041

[20] Shen, N., Au, K., Li, W. (2020). "*Strategic alignment of intangible assets: The role of corporate social responsibility*". Asia Pacific Journal of Management, 37(4), 1119-1139.

[21] Rodionov, D., Perepechko, O., Nadezhina, O. (2020). "*Determining Economic Security of A Business Based On Valuation Of Intangible Assets According To The International Valuation Standards (IVS)*". Risks, Volume 8, Issue 4, Article Number 110, DOI 10.3390/risks8040110

[22] Žager, K., PAVIČ, I. (2020). *"The impact of brand valuation on company's financial position"*. Proceedings of FEB Zagreb International Odyssey Conference on Economics and Business, Vol. 2, No. 1, pp. 78-90, University of Zagreb, Faculty of Economics and Business.

Scanned with OKEN Scanner

Autorul	An	Scopul	Rezultate/Concluzii	Impact
			observate, fondul comercial, precum şi activele necorporale nu au o pondere semnificativă în totalul activelor (valoarea contabilă a companiei). Comparând valoarea de piaţă şi valoarea companiei cu valoarea mărcii, se poate concluziona că, pentru majoritatea companiilor, valorile de piaţă şi valoarea companiei sunt mai mari decât valoarea mărcii de până la 10 ori.	unei companii, este de aşteptat ca experţii să depună eforturi suplimentare pentru a găsi un model de măsurare adecvat şi o prezentare adecvată în bilanţ.
Abramishvili şi colab.[23]	2019	Scopul cercetării a fost de a răspunde la întrebarea privind relevanţa evaluării valorii de piaţă a companiilor pe piaţa emergentă. De asemenea, am urmărit să demonstrăm lipsa de fundament a abordării tradiţionale de evaluare a valorii de piaţă cu ajutorul modelelor de calcul, care, în sens strict, ne permit să obţinem valoarea de investiţie.	S-a dovedit că în evaluarea unei afaceri pe piaţa emergentă ar trebui să se pună accentul în primul rând pe standardul valorii de investiţie. Valoarea de piaţă a companiei pe piaţa emergentă este o valoare mai degrabă supozitivă, care ar trebui utilizată cu prudenţă.	Cercetarea contribuie la dezvoltarea teoriei şi metodologiei de evaluare a valorii de afaceri, precum şi parţial la discuţia actuală privind conţinutul şi caracteristicile definitorii ale pieţei emergente.
Lind şi colab.[24]	2019	Scopul acestei lucrări este de a discuta modul în care ar trebui interpretate conceptele de valoare de piaţă (VP) şi preţ de ieşire pe pieţele înguste şi cum ar putea fi nevoie să se modifice normele contabile pentru a ţine cont de acestea.	Pe o piaţă îngustă, actorii pot avea preţuri de rezervare destul de diferite. În acest caz, preţul va fi stabilit prin negociere, iar preţul convenit ar putea fi considerabil mai mare decât preţul de rezervă al actorului cu al doilea cel mai mare preţ de rezervă. Preţul de ieşire ar trebui să fie mai mic decât valoarea de piaţă înainte de tranzacţie şi decât preţul de intrare, iar conform normelor contabile actuale, valoarea din bilanţ ar trebui să fie mai mică decât preţul plătit. Din experienţa autorilor reiese, însă, că acest lucru se întâmplă rareori în practică.	Aceasta este prima lucrare care analizează problemele din conceptele actuale de valoare legate de diferenţele dintre preţurile de rezervare pe pieţele înguste..

[23] Abramishvili, N.R., Lvova, N.A., Voronova, N.S. (2019). "*Is it possible to assess the corporate market value in the emerging market?*" New Challenges Of Economic And Business Development - 2019: Incentives For Sustainable Economic Growth, Page12-21, 11th International Scientific Conference on New Challenges of Economic and Business Development - Incentives for Sustainable Economic Growth, Location Univ Latvia, Riga, LATVIA, Date MAY 16-18, 2019.

[24] Lind, H., Nordlund, B. (2019). "*The concept of market value in thin markets and its implications for international accounting rules (IFRS)*". Journal of Property Investment & Finance, Volume 37, Issue 3, Page 301-310, DOI10.1108/JPIF-02-2019-0022

Scanned with OKEN Scanner

Autorul	An	Scopul	Rezultate/Concluzii	Impact
Hayoun[25]	2019	Obiectivul acestei lucrări este de a problematiza ipoteza fundamentală, împărtășită de organismele de standardizare și de literatura de specialitate existentă, și care este luată de la sine în dezbaterea recentă privind financiarizarea contabilă, conform căreia "valoarea justă este o evaluare bazată pe piață, nu o evaluare specifică companiei" (IFRS 13.2).	O astfel de analiză conduce la două idei principale. În primul rând, perspectiva specifică companiei este reformulată ca fiind sensibilă la interrelațiile dintre purtătorii de valoare din declarație, evitându-se astfel dihotomia frecvent presupusă, deși contestabilă, dintre faptele obiective prezente (piață) și estimarea subiectivă a viitorului (specifică companiei). În al doilea rând, se demonstrează că evaluarea valorii juste încorporează - într-un mod inerent perspectivei proprii a organismului de standardizare și nu doar ca o chestiune de implementare imperfectă - atât dimensiunea bazată pe piață, cât și cea specifică companiei.	Lucrarea analizează practicile de evaluare prevăzute de orientările IASB pentru a explica conceptele implicite care stau la baza acestora, distincte de cele proclamate în mod oficial în Conceptual Framework Exposure Draft (CFED) al IASB.

Sursa: Adaptare pe baza literaturii de specialitate

Motivul alegerii acestor lucrări a fost reprezentat de domeniul de cercetare și notorietatea revistelor de cercetare. Astfel, am selectat doar lucrările publicate în reviste de top și ale căror cercetări s-au concentrat pe cuvinte cheie, precum evaluarea companiilor și conceptele menționate mai sus.

Rezultatele meta-analizei efectuate evidențiază cele mai actuale tendințe de cercetare pe problematica evaluării companiilor, fiind selectate cele mai relevante studii, ținând cont de *numărul de citări și de cotația revistei.*

Astfel au fost identificate studii realizate pe corelația dintre evaluarea companiei și concepte precum: *evaluarea la valoarea justa, impactul activelor intangibile, a proprietății intelectuale asupra capitalizării și securității economice a companiei, impactul standardelor internaționale de evaluare(IVS) asupra securității economice, evaluarea goodwill-ului și badwill-ului, rolul CSR în crearea de valoare, impactul ESG asupra valorii de piață a companiei, analiza relației dintre performanța ESG, performanța financiară și valoarea de piață a companiei precum și mecanismul de influență a acestora.*

Aceste tematici de cercetare consolidează opiniile noastre desprinse ca urmare a analizei bibliometrice demonstrând importanța și actualitatea tematicii evaluării companiei, în raport cu conceptele amintite anterior. Din acest punct de vedere, conchidem prin a afirma faptul că aceste tematici reprezintă nișe de cercetare importante care trebuie explorate prin studii viitoare.

Prin urmare, analiza bibliometrică efectuată și meta-analiza au reprezentat fundamentul pe care s-au bazat scopul, obiectivele și ipotezele de cercetare ale capitolului 5 din lucrarea de față, axat pe elaborarea unui model econometric de ajustare a valorii globale a companiilor listate la BVB, pe baza factorilor E, S și G și a variabilelor de apreciere a performanței financiare.

Întrucât evaluarea contabilă are o însemnătate importantă în evaluarea companiilor, prin influențarea valorilor raportate în situațiile financiare anuale, vom recurge în cele ce urmează la o analiză critică a celor mai importante baze de evaluare contabilă, respectiv costul istoric și

[25] Hayoun, S. (2019). "*How fair value is both market-based and entity-specific: The irreducibility of value constellations to market prices*". Accounting Organizations and Society, Volume 73, Page 68-82, DOI10.1016/j.aos.2018.05.013

Scanned with OKEN Scanner

valoarea justă atât din perspectiva reglementărilor contabile, cât şi din perspectiva reglementărilor incidente evaluării companiilor.

1.3. Evoluţia conceptului de evaluare: de la conceptul de valoare a companiei la determinarea valorii de piaţă

Prin apel la studierea literaturii de specialitate, pe care am realizat-o în subcapitolul anterior, putem să afirmăm faptul că *teoria valorii* reprezintă o temă recurentă, iar în ceea ce priveşte definiţia conceptului de valoare, observăm faptul că până în prezent cercetătorii nu au identificat o interpretare univocă şi consecventă a acesteia, oferindu-i multiple înţelesuri, în funcţie de domeniul de cercetare, respectiv economie, finanţe, contabilitate şi evaluarea întreprinderii.

În *studiile economice*, autorul Herrera (2016), citându-l pe celebrul economist Adam Smith, sintetizează şi subliniază sensurile diferite ale valorii, fundamentate pe *conceptul de muncă, utilitate şi cel de raritate*[26].

În *studiile de finanţe*[27], valoarea este considerată ca fiind criteriul pentru definirea bogăţiei, redată prin intermediul capitalului şi a ansamblului de randamente care pot rezulta din utilizarea capitalului.

În optica regăsită în *studiile de contabilitate*, valoarea reprezintă elementul central în jurul căruia gravitează companiile, iar crearea sa reprezintă însăşi raţiunea existenţei acestora.

Având în vedere aceste aspecte şi pentru că reprezintă centrul preocupărilor noastre din acest capitol, vom recurge, în cele ce urmează, la o o explorare succintă a acestuia, cu scopul de a sublinia câteva conotaţii ale acestui concept.

Din acest punct de vedere, Guatri (2006)[28] este de părere că principalul obiectiv al evaluării unei companii este acela de a atribui o anumită valoare companiei, care este utilă ca punct de plecare în determinarea preţului său final.

Din acest punct de vedere, este foarte important să accentuam faptul că valoarea nu trebuie confundată cu preţul[29]. Astfel, valoarea reprezintă o calitate a unui bun, obţinută prin calcule şi nu reprezintă o suma exactă ci doar o opinie, pe când preţul reprezintă o sumă exactă, un element real şi tangibil, plătit ca urmare a unei tranzacţii[30].

Damodaran (2014) este de părere că întotdeauna au existat investitori pe pieţele financiare în opinia cărora preţurile pieţei erau determinate, în special, de percepţiile cumpărătorilor şi vânzătorilor şi nu de factori, precum fluxurile de numerar sau profiturile[31].

În ultimele decenii am asistat la o schimbare de paradigmă în practica afacerilor, generată de noile condiţii de dezvoltare a afacerilor sub impulsul activelor intangibile în dauna activelor corporale tradiţionale. Astfel, companiile care s-au bazat în principal pe active

---

[26] Herrera, A. R. (2016). "*Adam Smith's concept of labour: value or measure*? "Ciencias Económicas 34-N°2: 2016 / 153-166 / ISSN: 0252-9521.

[27] Gioielli, R. (2011), *"Indirizzo in Comunicazione Economica d'Impresa nella Teoria e nella Prassi Internazionali, Initial Public Offering dal valore economico al market value delle società neoquotate"*, Tesi di Dottorato in SCIENZE AZIENDALI, disponibil la http://www.fedoa.unina.it/8858/1/tesi_dottorato_Rossella_Gioielli.pdf, accesat la data de 21.10.2020.

[28] Guatri, L. (2006). "*Una rivoluzione silenziosa: cinquant'anni di storia del valore e delle valutazioni*", La Valutazione delle Aziende, 2006, pag. 12.

[29] Fernández, P. (2007). "*Company valuation methods. The most common errors in valuations*". IESE Business School, 449, 1-27.

[30] Tipuri de valoare. Relaţia dintre valoare şi preţ (2019), disponibil la https://administrare.info/domenii/drept/4838-tipuri-de-valoare-rela%C5%A3ia-dintre-valoare-%C5%9Fi-pre%C5%A3, accesat la data de 13.08.2023.

[31] Damodaran, A., (2014). "*Valutazione delle aziende*". Santarcangelo di Romagna: Maggioli S.p.A, 2014, pag. 17.

Scanned with OKEN Scanner

corporale au înregistrat performanţe inferioare faţă de companiile care au investit în active intangibile.

În prezent, astfel de companii nu mai sunt în măsură să facă faţă noilor reguli ale pieţei, iar acest lucru a demonstrat *importanţa activelor necorporale ca factori de valoare şi surse ale avantajului competitiv al companiei*[32]. Din acest punct de vedere, am asistat în timp, în cadrul companiilor atât la reducerea valorii activelor corporale, cât şi la tendinţă nouă a acestora în sensul în care producţia se bazează în mare parte pe active intangibile, precum: cunoştinţele, know-how-ul, creativitatea şi altele. În consecinţă, aceste active au fost identificate ca active cheie, să identifice, să estimeze, să gestioneze şi să dezvăluie în mod corespunzător pentru a crea valoare[33].

Sub aceste aspecte, mai multe studii au fost desfăşurate în acest sens (legate de ponderea activelor intangibile în total active) printre care amintim studiul întreprins de PriceWaterhouse Coopers, la începutul anilor 2000 pe firmele prezente în Standard&Poor's 500, demonstrând faptul că de la începutul anilor 1990 până în 1998, valoarea activelor de capital intelectual a crescut până la 78% din valoarea totală a indicelui Standard&Poor's 500[34].

Tot în acest context, creşterea valorii activelor necorporale în ultimele două decenii a fost subiectul unui studiu realizat de Brooking Institute şi de profesorul Baruch Lev. Potrivit studiului realizat de Brooking Institute, valorile contabile ale activelor corporale reprezentau 62% din valoarea de piaţă în 1982, iar în 1992 acest raport a scăzut la 38%[35].

Cercetările efectuate în anul 2000 de către profesorul Baruch Lev de la Universitatea din New York, presupun că o contracţie a acestui procent la 10% (în 1998 acest procent scăzuse la 15%), în special pentru companiile bazate pe cunoaştere, de exemplu în domeniul software sau în sectorul biotehnologiei. Prin urmare, valoarea de piaţă este în mare parte constituită din active necorporale, cum ar fi brevetele, mărcile comerciale şi brevete, mărci comerciale, relaţii cu clienţii etc. De aceea, pentru o companie din secolul XXI, activele necorporale reprezintă o resursă primară[36].

În era cunoaşterii, activele necorporale au o importanţă strategică mai mare decât activele corporale. S-a constatat că valoarea de piaţă a companiei este mai mare decât valoarea sa contabilă, diferenţa datorându-se elementelor necorporale:

Valoarea de piaţă - Valoarea contabilă = Imobilizări necorporale (active intangibile)[37].

Dinamica evidenţiată a dus la o regândire a *conceptului de active*, care necesită o mai bună identificare şi evaluare a activelor intelectuale ale unei organizaţii.

Logica afacerilor în economia bazată pe cunoaştere este axată pe obţinerea de rezultate şi succesul pe termen lung, respectiv pe crearea de valoare, care este adesea menţionată ca o funcţie esenţială a modelului de afaceri, deoarece formează baza pentru satisfacerea intereselor

---

[32] Volkov, D., Garanina, T., (2008). *"Value Creation in Russian Companies: the Role of Intangible Assets"*. The Electronic Journal of Knowledge Management Volume 6 Issue 1 2008 pp. 63 – 74.

[33] Edvinsson, L., Malone, M. (1997). *" Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding its Hidden Brainpower"*, HarperBusiness, New York.

[34] PwC, (2011). IP valuation, exploitation and finance, disponibil la https://www.wipo.int/edocs/mdocs/sme/en/wipo_smes_tlv_11/wipo_smes_tlv_11_ref_t15.pdf, accesat la data de 12.07.2023.

[35] Higson, C. (2001). *"Intangibles: Management, Measurement, and Reporting: by Baruch Lev"*. Washington, DC, Brookings Institution Press, The International Journal of Accounting, Volume 36, Issue 4, December 2001, Pages 501-503.

[36] Baruch, L., Juergen H.D. (2004). *"The dominance of intangible assets: Consequences for enterprise management and corporate reporting"*. Measuring Business Excellence 8(1):6-17, 2004, DOI:10.1108/13683040410524694.

[37] Leliuc Cosmulese, C.G., Grosu, V., Hlaciuc, E. (2017). *"Intangible assets with a high degree of difficulty in estimating their value"*. Ecoforum, Vol 6, No 3 (2017).

Scanned with OKEN Scanner

clienţilor[38]. *Aşadar, una dintre cele mai importante tendinţe din economia secolului XXI este trecerea de la tangibil la crearea de valoare intangibilă.*

Potrivit lui Bavdaž şi colab. (2023)[39] menţionează că investiţiile în active necorporale sunt recunoscute ca o sursă majoră de creştere, inovare şi creare de valoare în economia modernă.

Din acest punct de vedere, considerăm că una dintre principalele provocări ale managementului contemporan este reprezentat de crearea şi dezvoltarea condiţiilor care să le permită să crească valoarea imobilizărilor necorporale şi deci valoarea globală a companiei.

De asemenea, autorul Crouzet şi colab. (2022) demonstrează faptul că pentru companiile cotate la bursă modul în care companiile creează valoare le afectează valoarea de piaţă[40]. Sub acest aspect, autorii Volkov şi Garanina (2008) sunt de părere că este vital pentru o companie ca *activele sale necorporale să poată fi transformate în forme tangibile* (venit, valoare de piaţă, valoare adăugată)[41].

Autorii Whiting şi Miller (2008) au constat faptul că la nivel de companie s-a verificat faptul că există o valoare ascunsă în valoarea de piaţă a companiilor şi că această valoare este compusă din capitalul uman, care este o sursă de cunoştinţe, experienţă şi inovaţie. Sub acest aspect se impune reevaluarea companiilor pentru a explicita această relaţie pozitivă semnificativă între nivelurile lor de valoare ascunsă şi divulgarea voluntară a capitalului intelectual şi a componentelor sale de structură externă şi internă[42].

Pe de altă parte, Lähteenmäki şi colab. (2022)[43] consideră că noile tehnologii alături de reglementările din sectorul financiar reprezintă nişte forţe motrice din spatele creării de valoare în schimbare pentru clienţi. Odată cu apariţia noilor tehnologii informaţionale, structura companiilor s-a schimbat radical, mutând accentul creării de valoare, de la resursele corporale în resurse necorporale sau în active intangibile. *Dobândirea de noi cunoştinţe* este un element primordial în procesul de creare de noi bogăţii şi nu mai există niciun dubiu în această privinţă.

Prin urmare, aceste mutaţii au condus la o regândire a conceptului tradiţional de active, care necesită o mai bună identificare şi măsurare a resurselor.

Sub acest aspect, în opinia autorilor Miciula şi colab. (2020), metodologia de evaluare a activelor necorporale este supusă unor schimbări constante în căutarea unei metode universale. Prin urmare, în prezent, în literatura de specialitate, concluzia este că, pentru a realiza cea mai bună evaluare posibilă, este necesară evaluarea componentelor individuale care afectează valoarea companiei cu metode separate care reflectă cel mai bine natura valorii acestora[44].

Activele intangibile sunt adesea create intern, pe mai multe perioade şi sunt rareori înregistrate în sistemele contabile. Având în vedere absenţa regulilor contabile, datele disponibile cu privire la activele necorporale din investiţii în cont propriu sunt de obicei

---

[38] Åström, J., Reim, W., Parida, V. (2022). *"Value creation and value capture for AI business model innovation: a three-phase process framework"*. Review of Managerial Science, 16(7), 2111-2133.

[39] Bavdaž, M., Bounfour, A., Martin, J., Nonnis, A., Perani, G., Redek, T. (2023). *"Measuring investment in intangible assets"*. Advances in Business Statistics, Methods and Data Collection, 79-103.

[40] Crouzet, N., Eberly, J. C., Eisfeldt, A. L., Papanikolaou, D. (2022). *"The economics of intangible capital"*. Journal of Economic Perspectives, 36(3), 29-52.

[41] Volkov, D., Garanina, T. (2008). *"Value Creation in Russian Companies: the Role of Intangible Assets"*. The Electronic Journal of Knowledge Management, Volume 6, Issue 1, pp. 63 – 74.

[42] Whiting, R. H., Miller, J. C., (2008). *"Voluntary disclosure of intellectual capital in New Zealand annual reports and the "hidden value"*. Journal of Human Resource Costing & Accounting, 12(1), 26-50.

[43] Lähteenmäki, I., Nätti, S., Saraniemi, S. (2022). *"Digitalization-enabled evolution of customer value creation: An executive view in financial services"*. Journal of business research, 146, 504-517.

[44] Miciuła, I., Kadłubek, M., Stępień, P. (2020). *"Modern methods of Business Valuation—case study and new concepts"*. Sustainability, 12(7), 2699.

Scanned with OKEN Scanner

limitate. În același timp, intangibilele sunt mobile, sunt ușor de mutat între companii și țări, dar prețurile lor servesc adesea transferului de profit și nu reflectă valori reale[45].

În acest sens, comunitatea financiară folosește de mult timp indicatori pentru a surprinde, ca o primă aproximație, sensibilitatea investitorilor la bogăția de idei, competențe și experiență a organizațiilor. Dintre acestea, *raportul preț/valoare contabilă* și *coeficientul Q a lui Tobin* sunt cele mai utilizate sub aspectul cuantificării incidenței componentelor necorporale asupra valorii[46].

Raportul preț/valoare contabilă oferă o cifră extrem de orientativă, raportând evaluarea de piață a unui titlu de valoare, cu valoarea contabilă a acestuia, și relevând imediat cu un număr dacă piața supraevaluează sau subevaluează activul în cauză. Valoarea contabilă a capitalurilor proprii reprezintă diferența dintre valorile contabile nete ale activelor și pasivele.

Autorul Ahmad și colab. (2023)[47] menționează citându-l pe Tobin (1969) că *Tobin Q* poate fi obținut ca raport între capital și costul de înlocuire instalat al unei anumite companii, ca expresie a performanței companiei.

Sub raportul celor două variabile, studiile de specialitate recomandă într-o măsură mai mare utilizarea coeficientului Q a lui Tobin în dauna raportul preț/valoare contabilă[48].

Aceste aspecte sunt susținute și de studiul efectuat de Gamayuni (2015) care a demonstrat faptul că activele necorporale, politicile financiare și performanța financiară au o influență semnificativă asupra valorii companiei în mod simultan. Activele necorporale nu au o influență semnificativă asupra politicilor financiare, dar au o influență pozitivă și semnificativă asupra performanței financiare (ROA) și a valorii companiei[49].

Desigur, prețul de piață tinde să fie mai mare decât valoarea contabilă, deoarece include așteptările privind viitorul, deși se întâmplă adesea ca acțiunile să fie evaluate la o valoarea mai mică decât valoarea contabilă. Așadar, realitățile contemporane ale economiei de piață și ale procesului de globalizare au determinat că evaluarea afacerilor este de o importanță fundamentală pentru procesele economice[50].

Din cele afimate anterior deducem importanța evaluării companiilor, precum și utilizarea unei valori adecvate a acesteia de către evaluatori în procesul de evaluare. Din acest punct de vedere, prezintă importanță, în contextul cercetării noastre și clarificarea înțelesurilor conceptelor de valoare reglementate de Standardele de Evaluare din România, adică din perspectiva legislației incidente domeniului *evaluării companiilor*.

Astfel, plecând de la aceste reglementări, care sunt aliniate cu Standardele Internaționale de Evaluare, *evaluatorii trebuie să aleagă tipul (sau tipurile) relevant al valorii*, conform termenilor de referință și scopului evaluării. În conformitate cu SEV 101, tipul valorii trebuie să fie adecvat scopului și orice tip al valorii trebuie însoțit de sursa definiției sale sau trebuie explicat[51].

---

[45] Crouzet, N., Eberly, J. C., Eisfeldt, A. L., Papanikolaou, D. (2022). "The economics of intangible capital". Journal of Economic Perspectives, 36(3), 29-52.

[46] Willim, A. P., (2015). "*Price book value & tobin's Q: Which one is better for measure corporate governance*". European Journal of Business and Management, 7(27), 74-79.

[47] Ahmad, N., Shah, F. N., Ijaz, F., & Ghouri, M. N. (2023). "*Corporate income tax, asset turnover and Tobin's Q as firm performance in Pakistan: Moderating role of liquidity ratio*". Cogent Business & Management, 10(1), 2167287.

[48] Willim, A. P. *Op. cit.*

[49] Gamayuni, R. R. (2015). "*The effect of intangible asset, financial performance and financial policies on the firm value*". International Journal of scientific and technology research, 4(1), 202-212.

[50] Miciuła, I., Kadłubek, M., Stępień, P. (2020). "*Modern methods of Business Valuation—case study and new concepts*". Sustainability, 12(7), 2699.

[51] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, 2022, Standardul de evaluare – *SEV 101 Termenii de referință ai evaluării*, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 06.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

Pe baza analizei Standardelor de evaluare elaborate de Asociația Națională a Evaluatorilor Autorizați din România (ANEVAR), am identificat principalele tipuri ale valorii estimate, aplicabile în România, și anume[52]:

- **Valoarea de piață** reprezintă suma estimată pentru care un activ sau o datorie ar putea fi schimbat(ă) la data evaluării, între un cumpărător hotărât și un vânzător hotărât, într-o tranzacție nepărtinitoare, după un marketing adecvat și în care părțile au acționat fiecare în cunoștință de cauză, prudent și fără constrângere.
- **Valoarea echitabilă** este prețul estimat pentru transferul unui activ sau a unei datorii între părți identificate, aflate în cunoștință de cauză și hotărâte, preț care reflectă interesele acelor părți.
- **Valoarea de investiție/ subiectivă** este un tip al valorii specific companiei. Deși valoarea unui activ pentru proprietarul acestuia poate fi egală cu suma de bani care ar putea fi obținută din vânzarea lui către o altă parte, acest tip al valorii reflectă beneficiile obținute de o companie din deținerea unui activ și, ca urmare, nu presupune un schimb ipotetic. Valoarea de investiție reflectă situațiile și obiectivele financiare ale companiei pentru care se face evaluarea. Ea este deseori utilizată pentru cuantificarea performanței investiției.
- **Valoarea de lichidare** reprezintă suma care ar fi obținută când un activ sau grup de active se vinde în mod individual. Valoarea de lichidare ar trebui să ia în considerare costurile necesare aducerii activelor în starea de vandabilitate, precum și costurile generate de cedarea lor. Valoarea de lichidare se poate determina în două premise de evaluare diferite: (a) vânzarea ordonată, în urma unei activități adecvate de marketing sau (b) vânzarea forțată cu o perioadă limitată pentru activitatea de marketing.
- **Valoarea sinergiei** reprezintă rezultatul creat în urma combinării a două sau mai multe active sau drepturi, atunci când valoarea rezultată în urma combinării este mai mare decât suma valorilor individuale.
- **Valoarea justă** (conform Standardelor Internaționale de Raportare Financiară) este definită de IFRS 13 ca fiind prețul care ar fi încasat pentru vânzarea unui activ sau plătit pentru transferul unei datorii într-o tranzacție reglementată între participanții de pe piață, la data evaluării[53].

De asemenea, conform Standardelor de Evaluare, „*valoarea companiei* este adesea descrisă ca valoarea totală a capitalurilor proprii ale unei întreprinderi plus valoarea datoriilor sale purtătoare de dobânzi (sau elemente asimilabile datoriilor financiare), minus oricare numerar sau echivalente de numerar disponibile pentru a plăti acele datorii"[54].

Datorită faptului că există confuzii în literatura de specialitate între conceptele de valoare de piață și valoarea justă, am considerat oportun în următorul subcapitol să tratăm, în manieră critică și comparativă, cele două concepte, atât sub aspectul clarificărilor conceptuale, din perspectiva reglementărilor contabile și a standardelor de evaluare, cât și a implicațiilor lor în ceea ce privește estimarea valorii globale a companiilor.

---

[52] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, ediția 2022, Standardul de evaluare – *SEV 104 Tipuri ale valorii*, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 30.06.2023.

[53] Standardul Internațional de Raportare Financiară 13 Evaluarea la valoarea justă, disponibil la https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.europarl.europa.eu%2FRegData%2Fdocs_autres_institutions%2Fcommission_europeenne%2Fcomitologie%2Frps%2F2012%2FD020962-01%2FCOM-AC_DRC(2012)D020962-01(ANN3)_RO.doc&wdOrigin=BROWSELINK, accesat la data de 13.08.2023.

[54] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, ediția 2022, Standardul de evaluare – *SEV 200 întreprinderi și participații la întreprinderi*, secțiunea 20.6, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 06.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

1.4. Considerații privind evaluarea la valoarea justă și a implicațiilor ei asupra evaluării companiilor

Sub aspectul problematicii valorii juste, ne vom focusa atenţia pentru început la prezentarea conceptului de valoare justă dintr-o perspectivă istorică, având în vedere că există puţine studii în literatura de specialitate axate pe această cronologie şi de asemenea, care să fi aplicat o perspectivă teoretică interpretativă.

În acest sens, termenul de "valoare justă" are o istorie îndelungată în contabilitate, datând cel puțin de la sfârșitul secolului al XIX-lea, când termenul era folosit cu preponderenţă cu înţeles reglementativ şi juridic. Acesta a fost folosit pentru a descrie valoarea contraprestației care ar fi necesară dacă un anumit activ (sau pasiv) ar fi schimbat în cadrul unei tranzacţii "în condiții de concurenţă normală" între părţi interesate şi informate. Prin urmare, era o valoare de schimb pe o piață concurențială. Acesta a rămas înțelesul comun al valorii juste pe tot parcursul secolului al XX-lea[55].

Barth (1994) oferă dovezi empirice că estimările valorii juste a titlurilor de investiții ale băncilor americane oferă o putere explicativă semnificativă, dincolo de cea oferită de metoda costului istoric[56], sub aspectul raportării performanţei acestora.

În aceeași ordine de idei, într-un alt studiu, Barth şi colab. (1995) prezintă dovezi că, pe piețe perfecte şi complete, bilanţurile, bazate pe contabilitatea la valoarea justă, reflectă toate informațiile relevante pentru valoare, contul de profit şi pierdere este redundant, iar realizarea veniturilor nu este relevantă pentru evaluare[57]. Aici se impune să precizăm faptul că piețele perfecte şi complete există doar în teoria economică şi nu şi în economia reală.

Observăm faptul că cercetările anterioare s-au axat pe titlurile de investiții ale băncilor şi ale companiilor de asigurări pe partea de activ sau de pasiv, în ceea ce priveşte efectul raportării la valoarea justă, deoarece aceste instrumente financiare sunt, de obicei, *cele mai afectate de raportarea la valoarea justă*. În general, *aceste studii constată că valorile juste oferă mai multe informații relevante pentru valoare decât costurile istorice, atât sub aspectul situației financiare, cât şi sub aspectul performanţei companiilor.*

În încercarea de a explica de ce indicatorii tradiționali de evaluare a performanţei nu mai sunt adecvați, Knight (1997)[58] este de părere că un posibil răspuns rezidă din cel puțin trei interpretări ale performanței, astfel: (a) creşterea EPS trimestrială este cel mai important aspect al performanței, (b) evaluările contabile pot explica situația reală a companiei, (c) orice aspect al companiei poate fi gestionat numai cu metode de raportare financiară.

Astfel, deficiențele percepute în cadrul evaluărilor tradiționale ale performanței bazate pe contabilitate au reprezentat motivația cercetărilor şi inovărilor în materie de măsurare a performanței, cercetările evoluând de la propunerea unor indicatori financiari "îmbunătățiți", cum sunt cei reprezentați de "valoare economică", la "fişe de evaluare echilibrate" ale indicatorilor financiari şi nefinanciari integrați[59].

De aceeași părere sunt şi autorii Barlev şi Haddad (2003) *care susțin că metoda valorii juste este mai relevantă pentru valoare decât metoda costului istoric, despre care afirmă că*

---

[55] Whittington, G. (2015). "*The Routledge companion to financial accounting theory, Chapter - Fair value and IFRS*", S. Jones (Ed.), Taylor and Francis, London (2015), pp. 217-235

[56] Barth, M. E. (1994). "*Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks*". The Accounting Review, 69(1), 1–25.

[57] Barth, M. E., Landsman, W. R., Wahlen, J. M. (1995). "*Fair value accounting: Effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows*". Journal of Banking & Finance, 19(3–4), 577–605.

[58] Knight, J. A. (1997), "*Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*", New York: McGraw-Hill.

[59] Ittner, C. D., Larcker, D. F. (1998). "*Innovations in performance measurement: Trends and research implications*". Journal of management accounting research, 10, 205.

Scanned with OKEN Scanner

ascunde adevărata situație financiară și adevăratele câștiguri ale companiei, adică adevărata performanță a acestora. Aceiași autorii consideră dezvoltarea valorii juste ca fiind un model logic și concluzionează că procesul de adoptare este unul natural care reflectă tendințele de globalizare și integrare economică internațională, valoarea justă prevăzând o dezvăluire completă a informațiilor și fiind compatibilă cu transparența[60].

Din aceste considerente, o abordare evoluționistă este oferită de către Richard J. (2004) care identifică trei etape[61] în utilizarea valorilor juste. În primul rând, există o etapă "*statică*" în secolul al XIX-lea, în care valoarea de piață era abordarea dominantă a evaluării bilanțului. În al doilea rând, etapa "*dinamică*" din secolul al XX-lea, bazată pe costul istoric și pe continuitatea activității, permițând amortizarea sistematică a activelor și permițând plata mai regulată a dividendelor, și, în sfârșit, etapa "*prospectivă*", care începe cu aplicarea IFRS începând cu 2005, bazată pe un amestec de valoare justă și valoare de utilizare, *care presupune că evaluările companiilor se bazează pe capacitatea lor de a genera fluxuri de numerar sau superprofituri viitoare.*

Așa cum aminteam anterior, în ultimii ani, un număr tot mai mare de consultanți, directori corporativi, investitori instituționali și oameni de știință au avut în centrul preocupărilor lor identificarea celui mai adecvat mod de a măsura performanța companiei[62], datorită multiplelor fațete ale acesteia.

În UE, firmele cotate la bursă au fost obligate să prezinte situații financiare consolidate în conformitate cu cerințele IFRS pentru exercițiile financiare care încep la 1 ianuarie 2005 sau ulterior acestei date.

Considerentele adoptării IFRS și proliferarea contabilității la valoarea justă sunt analizate de către Ball (2006), *care este de părere că metoda valorii juste încorporează mai multe informații în situațiile financiare decât metoda costului istoric*[63].

Armstrong și colab. (2010) raportează că adoptarea de către IFRS a contabilității la valoarea justă duce la o îmbunătățire a calității informațiilor, după cum reiese din reacția pozitivă a pieței bursiere în cazul companiilor cu informații de calitate inferioară înainte de adoptare și cu o asimetrie a informațiilor mai mare înainte de adoptare[64]. Această constatare este în concordanță cu ideea că investitorii se așteaptă ca adoptarea IFRS să conducă la o îmbunătățire netă a calității informațiilor. În cele din urmă, De Fond și colaboratorii (2014) observă că raportarea la valoarea justă permite companiilor să reflecte mai bine aspectele economice subadiacente în situațiile lor financiare, îmbunătățind transparența și, astfel, reducând riscul de colaps al companiilor[65].

Apariția valorii juste ca și concept de evaluare predominant în contabilitatea internațională a fost corelată cu o schimbare socială, economică și politică mai amplă către paradigma pieței în sferele economice și dincolo de acestea[66].

Necesitatea introducerii criteriului valorii juste în evaluare a fost astfel resimțită în evaluare, nu pe baza unor teorii academice, ci din cauza preocupărilor pragmatice ale

---

[60] Barlev, B., Haddad, J. R. (2003). *"Fair value accounting and the management of the firm"*. Critical Perspectives on Accounting, 14(4), 383–415.

[61] Richard, J. (2004). *"The secret past of fair value: lessons from history applied to the French case"*. Accounting in Europe, 1, 95–107.

[62] Rappaport, A. (2005). *"The economics of short-term performance obsession"*. Financial Analysts Journal, 61(3), 65-79.

[63] Ball, R. (2006). *"International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors"*, Accounting and Business Research, 36(1), 5–27.

[64] Armstrong, C. S., Barth, M. E., Jagolinzer, A. D., Riedl, E. J. (2010). *"Market reaction to the adoption of IFRS in Europe"*. The Accounting Review, 85(1), 31–61.

[65] De Fond, M. L., Hung, M., Li, S., Li, Y. (2014). *"Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?"*. The Accounting Review, 90(1), 265–299.

[66] Müller, J. (2014). *"An accounting revolution? The financialisation of standard setting"*, Critical Perspectives on Accounting, 25 (7) (2014), pp. 539-557.

Scanned with OKEN Scanner

organismelor de standardizare cu privire la instrumentele financiare derivate, care au costuri istorice foarte mici sau inexistente[67].

Prin urmare, principalul motiv pentru această adoptare a principiului valorii juste este acela că este important pentru utilizatorii primari ai situațiilor financiare, definiți în IFRS ca fiind investitorii, să dețină informații exacte despre valoarea portofoliilor financiare (instrumentelor financiare) ale companiilor în care și-au investit resursele.

Această mutație a fost generată de influența tot mai mare a piețelor financiare în finanțarea economiei, astfel încât firmele sunt obligate să ofere părților interesate, în special investititorilor, o cantitate suficientă de informații privind activitățile lor într-un mod relevant pentru aceștia[68], care să le permită luarea celor mai bune decizii de investire, fundamentate prin apel la performanța reală a companiei. Sub acest aspect, se impune evaluarea în condiții cât mai riguroase a performanței companiilor.

Din acest punct de vedere, trebuie să menționăm faptul că metodele tradiționale de măsurare a performanței se bazează pe indicatori financiari, nu iau în considerare toate costurile unei afaceri[69,70] și astfel permit denaturarea sau ascunderea performanței reale[71].

Mai mult decât atât, măsurarea performanței companiei prin intermediul metodelor tradiționale în contextul actual, unde majoritatea activelor deținute de către companii sunt de natură intangibilă și imposibil de calculat[72] (peste 90% din totalul activelor deținute de către firmele S&P500 sunt de natură intangibilă) este inadecvată.

De asemenea, în prezent entitățile acordă o importanță majoră valorii acțiunilor, câștigurile investitorilor și prețul bursier fiind de o importanță majoră.

Din acest punct de vedere, în contabilitatea convențională, majoritatea companiilor par profitabile, dar multe, nu sunt de fapt, motivul principal fiind faptul că principiile contabile oferă companiilor posibilitatea de a manipula valorile contabile. Astfel, valorile contabile privind câștigurile pot fi calculate utilizând metode contabile alternative, iar o modificare a metodei contabile în scopul raportării financiare poate avea un impact semnificativ asupra câștigurilor.

În plus, valorile contabile pot fi denaturate de inflație. De exemplu, inflația crește rentabilitatea investiției ca urmare a creșterii cifrei de afaceri a companiei.

Sub acest aspect, în opinia lui Taouab și Issor (2019), succesul în afaceri depinde de calitatea metodelor și tehnicilor utilizate pentru măsurarea performanței, precum și de capacitatea managerilor de a gestiona starea internă și rezultatele unei companii.

Acest lucru se datorează faptului că sistemele de măsurare a performanței, pe lângă scopul evaluativ, ajută organizațiile să stabilească și să utilizeze cel mai adecvat set de indicatori de măsurare care reflectă obiectivele lor. *Astfel, în opinia autorilor anterior citați, alegerea unui model de evaluare pentru a măsura performanța companiei este una dintre cele mai importante*

---

[67] Erb, C., Pelger, C. (2015). *"Twisting words? A study of the construction and reconstruction of reliability in financial reporting standard-setting"*, Accounting, Organizations and Society, 40, pp. 13-40.

[68] Chiapello, E. (2015). *"Financialisation of valuation*, Human Studies, 38 (1) (2015), pp. 13-35.

[69] Batchimeg, B. (2017). *"Financial Performance Determinants of Organizations: The Case of Mongolian Companies"*. Journal of Competitiveness 9: 22–33.

[70] Egbunike, C. F., Okerekeoti, C. U. (2018). *"Macroeconomic factors, firm characteristics and financial performance: A study of selected quoted manufacturing firms in Nigeria"*. Asian Journal of Accounting Research, 3(2), 142-168.

[71] Novyarni, N., Ningsih, L. N. A. (2020). *"Comparative analysis of financial ratios and economic value added methods in assessing company financial performance"*. In Annual International Conference on Accounting Research (AICAR 2019) (pp. 137-142). Atlantis Press.

[72] Berman, B., (2021). *"Intangible assets comprise 90% of the value of the S&P 500 companies"*, Ip CloseUp, disponibil la adresa: https://ipcloseup.com/2021/01/19/latest-data-show-that-intangible-assets-comprise-90-of-the-value-of-the-sp-500-companies/ accesat la data de 05.05.2022.

Scanned with OKEN Scanner

provocări cu care se confruntă organizațiile[73]*, deoarece utilizarea în mod greșit a metodelor pentru evaluarea performanței, induce semnale greșite pentru manageri, care se materializează în decizii nesatisfăcătoare și rezultate nedorite.*

În optica lui Erfan și colab. (2022) contabilitatea la valoarea justă presupune, în mod practic, reevaluarea periodică activelor și a datoriilor pe baza prețului curent al unei piețe lichide și reprezintă, în esență, un mix de valori juste și principii istorice[74].

Totodată, contabilitatea la valoarea justă este un concept al cărui scop principal este de a oferi informații de calitate despre situația financiară, performanța și fluxurile de numerar pentru a satisface nevoile informaționale ale investitorilor. *Prin introducerea acestui concept, accentul este pus pe bilanț și nu pe contul de profit și pierdere, așa cum a fost în cazul conceptului de cost istoric,* scopul raportării financiare fiind acela de a prezenta activele, pasivele și activele nete în bilanț, la valoarea justă la data bilanțului.[75]

Badenhors și Von Well (2023) consideră că pe măsură ce utilizarea evaluărilor la valoarea justă continuă să crească, acest lucru va afecta atât bilanțul, cât și beneficiile care trebuie recunoscute.

O evaluare la valoarea justă din bilanț cuprinde efectiv două componente, și anume: costul istoric al elementului și ajustarea cumulativă la valoarea justă. În mod analog, modificarea valorii juste cuprinde, de asemenea, două componente, și anume: modificarea componentei costului istoric al evaluării bilanțiere și modificarea componentei valorii juste. În acest mod, se face distincția între câștigurile la cost istoric (valoarea câștigului atunci când evaluarea bilanțului se bazează pe costul istoric) și variațiile valorii juste (variația componentei valorii juste din bilanț)[76].

Autorii Goroke și Maccarthy (2023) consideră că valoarea justă reprezintă un termen economic înainte de a fi un instrument de măsurare contabilă, iar utilizarea lui în contabilitate a reprezentat o reflectare a dezvoltării teoriei economice. Aceasta reprezintă o abordare a raportării financiare prin care profiturile sunt măsurate prin compararea veniturilor cu costul curent de înlocuire al activelor consumate pentru producerea lor. Logica acestei abordări constă în conceptul de continuitate în activitate[77].

Scopul contabilității la valoarea justă este de a furniza informații relevante și în timp util despre valorile activelor și datoriilor și servește exigențelor informaționale ale părților interesate, prin divulgarea informațiilor despre situația financiară și perspectivele unei companii[78].

Potrivit unor autori, există mai multe fațete ale valorii juste, potrivit cărora *„chiar dacă se pot găsi avantaje și dezavantaje ale valorii juste, aceasta reprezintă o alternativă care îndeplinește cel mai bine caracteristicile de relevanță, fiabilitate, comparabilitate și suportabilitate"*[79].

Literatura existentă oferă două opinii contradictorii cu privire la efectele contabilizării la valoarea justă. Susținătorii contabilității la valoarea justă susțin că prezentarea valorii juste a

---

[73] Taouab, O., Issor, Z. (2019). *"Firm performance: Definition and measurement models"*. European Scientific Journal, 15(1), 93-106.

[74] Erfan, N., Ijaz, A. L. I., Khan, S., Khan, I. A. (2022). *"Effects of the fair value of biological assets on the cost of debt: An international study"*. The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB), 9(8), 71-80.

[75] Petrović, D., Radosavac, A., Mashovic, A. (2023). *"Implications of applying fair value accounting to modern financial reporting"*. Journal of process management and new technologies, 11(1-2), 22-33.

[76] Badenhorst, W. M., Von Well, R. (2023). *"The Value-relevance of Fair Value Measurement for Inventories"*. Australian Accounting Review, 33(2), 135-159.

[77] Goroke, T., Maccarthy, M. I. T. (2023). *"Fair value accounting and financial performance of listed construction companies in Nigeria"*. BW Academic Journal, 16-16.

[78] Emomoemi, E. (2023). *"Fair value accounting and earnings management: an analysis of listed investment firms in Nigeria"*. EPRA International Journal of Economic Growth and Environmental Issues (EGEI), 11(6), 10-17.

[79] Matiș D., Bonaci C. (2009). *"Raportarea financiară și învățăminte în vremuri de criză"*, Universitatea Babes Bolyai.

Scanned with OKEN Scanner

activelor şi pasivelor îmbunătăţeşte transparenţa prin reflectarea condiţiilor actuale de pe piaţă şi prin furnizarea de informaţii în timp util, reducând astfel asimetria informaţională dintre firmele publice şi investitori[80]. Al doilea curent de opinie este fundamentat în jurul teoriei conform căreia valoarea justă introduce subiectivismul în evaluarea contabilă, cu efecte nedorite pentru toată gama de părţi interesate. În acelaşi asentiment sunt şi Erfan şi colab. (2022)[81] care consideră că *valoarea justă este mai informativă decât costul istoric atunci când există preţuri de piaţă observabile, care contribuie la estimări mai precise.*

Ultimele evenimente manifestate în economiile statelor lumii, culminând cu efectele crizei financiare, au relansat controversa cu privire la avantajele şi dezavantajele valorii juste în special pentru raportarea financiară, menită să informeze părţile interesate.

Aşadar, pentru a defini echilibrul dintre credibilitatea şi relevanţa informaţiilor furnizate de situaţiile financiare, problema evaluării contabile oscilează între certitudinea costurilor trecute promovată de utilizarea costului istoric şi incertitudinea valorii viitoare promovată de valoarea justă, asimilată în principal cu preţul pieţei, considerându-se că oferă o mai mare obiectivitate şi o mai mare neutralitate.

Prin urmare, raportările financiare bazate pe valoarea justă sunt deosebit de relevante pentru acţionari, *deoarece oferă o estimare mai bună a valorii curente a capitalului propriu al unei firme.*

Din acest punct de vedere, considerăm că inconsistenţa în alegerea metodelor de evaluare contabilă conduc de cele mai multe ori la evaluări economice subiective ale companiilor. Din cele afirmate până acum, conchidem asupra faptului că acurateţea evaluărilor contabile reprezintă piatra de temelie pentru acurateţea evaluărilor economice.

Pentru o analiză mai aprofundată a implicaţiilor valorii juste în practica evaluării companiilor, vom recurge în secţiunile următoare la o analiză a modificărilor intervenite în evaluarea companiilor din perspectiva binomului cost istoric - valoare justă, la tratarea valorii juste, considerată ca mărime bazată pe piaţă din perspectiva organismelor internaţionale de normalizare contabilă, precum şi o analiză a criteriului valorii juste din perspectiva standardelor internaţionale de raportare financiară şi de evaluare incidente valorii juste.

1.4.1. Analiza binomului cost istoric-valoare justă şi a implicaţiilor acestuia asupra evaluării companiilor

Discuţiile privind viabilitatea modelelor de evaluare, în special a modelului costului istoric, şi a modelului de evaluare a valorilor de piaţă, în special a valorii juste, aduc argumente pro şi contra pentru ambele modele.

În demersul nostru, vom trata în cele ce urmează, principalele problematici ale evaluării la cost istoric şi a implicaţiilor acestuia asupra evaluării contabile.

Conform reglementărilor contabile, evaluarea la cost istoric reprezintă tratamentul de bază în evaluare, care este reprezentat de valoarea de intrare sau evaluarea la cost, înţeles ca ansamblul cheltuielilor suportate de companie pentru achiziţionarea sau producerea unui anumit bun. Această valoare este reprezentată de limita maximă, având avantajul că este simplu de aplicat şi de implementat şi lasă puţin loc pentru estimări şi aprecieri de natură subiectivă.

---

[80] Ghosh, C., Liang, M., Petrova, M. (2020). *"The Effect of Fair Value Method Adoption: Evidence from Real Estate Firms in the EU"*, The Journal of Real Estate Finance and Economics, 60, 205–237 (2020). https://doi.org/10.1007/s11146-019-09721-z.

[81] Erfan, N., Ijaz, A. L. I., Khan, S., Khan, I. A. (2022). *"Effects of the fair value of biological assets on the cost of debt: An international study"*. The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB), 9(8), 71-80.

Scanned with OKEN Scanner

Având în vedere aceste limitări ale costului istoric, normalizatorii au prevăzut noi valori care să fie utilizate în evaluarea contabilă, respectiv *costul de înlocuire, valoarea actuală, valoarea realizabilă netă, valoare de utilizare*[82].

În acelaşi cadru adoptat de IASB, se face referire la o serie de criterii de evaluare recunoscute la nivel internaţional, care prezintă asemănări şi deosebiri cu conceptul de valoare justă (aşa cum este prevăzut în reglementările internaţionale). Aceste criterii au fost reglementate ca o alternativă la valoarea justă, în situaţiile în care aceasta nu se poate utiliza.

Dintre aceste criterii, sunt precizate „costul istoric" şi „costul curent" pentru evaluarea în contabilitate a intrărilor şi „valoarea realizabilă netă" şi „valoarea curentă" pentru evaluarea în contabilitate a ieşirilor.

În ceea ce priveşte criteriul costului istoric acesta poate fi reprezentat de costul de achiziţie pentru acele bunuri intrat cu titlu oneros sau poate fi reprezentat de costul de producţie pentru cele realizate de companii în cadrul unui proces intern de producţie[83].

Totodată costul istoric a fost păstrat de către IASB ca metodă de evaluare, cu toate că tendinţa generală este de renunţare treptată a costului istoric spre valoarea justă, ca valoare bazată pe realităţile pieţei. Sub acest aspect, se observă o preferinţă chiar şi pentru evaluarea mixtă, ca alternativă de obţinere a unei evaluări adecvate.

Din această perspectivă, Hoogervorst (2015)[84], conchide asupra faptului că în cazul activităţilor de producţie, atunci când sunt utilizate active pentru a produce alte active, acestea ar trebuie să fie evaluate pe baza costului istoric, iar în cazul în care natura afacerilor rezidă din vânzarea de active pe pieţe active, acest lucru indică utilizarea valorilor curente pentru evaluarea acestor active.

De asemenea, precizează şi situaţia unor active extrem de sensibile la factorii de piaţă pentru care recomandă evaluarea lor la valori curente.

Alternativa la costurile istorice, care nu mai reflectă valoarea intrinsecă a activului evaluat, este reprezentată de costul curent sau costul de înlocuire, înţeles ca fiind costul unui activ similar pe piaţă pentru a înlocui activul existent cu păstrarea caracteristicilor de utilitate şi cu menţinerea capitalului real investit.

Din acest punct de vedere Tkachuk (2019) consideră că acest cost de înlocuire reprezintă suma de bani care trebuie plătită în cazul în care apare necesitatea de a înlocui un obiect cu unul nou[85].

De asemenea, costul de înlocuire are ca scop evaluarea activelor şi pasivelor în funcţie de fluxul de numerar (nedecontat) care ar trebui să fie angajat pentru a achiziţiona activul sau pentru a stinge pasivul la momentul estimării. Prin urmare, se observă că, costul curent sau de înlocuire poate anihila, cel puţin parţial, dezavantajele costului istoric prin faptul că face apel la piaţă şi oferă astfel informaţii actuale ale valorii activului. În ceea ce priveşte valorile de ieşire, normalizatorii au prevăzut utilizarea valorii realizabile nete şi a valorii curente (juste).

Dezvoltarea pieţelor internaţionale de capital şi nevoile informaţionale ale investitorilor din ţările cu economii axate pe pieţele de capital şi necesitatea îmbunătăţirii modalităţilor de prelucrare a informaţiilor privind noutăţile din planul de afaceri, au pus sub semnul întrebării credibilitatea şi relevanţa informaţiilor prezentate în situaţiile financiare prin contabilitatea

---

[82] Tkachuk, N. V. (2019). *"Historical cost and fair value: Advantages, disadvantages, application"*. Journal of History Culture and Art Research, 8(1), 173-182.

[83] Ordin nr. 1.802 din 29 decembrie 2014 pentru aprobarea Reglementărilor contabile privind situaţiile financiare anuale individuale şi situaţiile financiare anuale consolidate, disponibil la https://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocument/185932, accesat la data de 20.05.2022.

[84] Hoogervorst, H. (2015). *"Historical cost versus fair value measurement: les extrêmes se rejoignent"*, Venue: IFRS Conference, Paris, France, disponibil la https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/news/speeches/2015/hans-hoogervorst-paris-june-2015.pdf, accesat la data de 29.07.2023.

[85] Tkachuk, N. V. (2019). *"Historical cost and fair value: advantages, disadvantages, application"*. Journal of History Culture and Art Research, 8(1), 173-182.

Scanned with OKEN Scanner

costului istoric, favorizând apariţia modelului valorii juste, deşi acesta a coexistat cu costul istoric, sub diverse forme, într-un sistem contabil mixt, fiind denumit „*valoare actuală*".

În ceea ce priveşte criteriul *valorii realizabile*[86], din perspectiva IFRS, acesta este destinat să evalueze, pentru active, suma de bani (sau echivalentul acesteia) care ar putea fi obţinută din vânzarea activului în cazul unei cedări neforţate, iar pentru pasive, suma de bani nedecontată care ar trebui plătită pentru a stinge obligaţia asumată.

În sensul celor enunţate anterior, această sumă de bani este înţeleasă ca *valoarea de cedare*[87], cu precizarea că standardele internaţionale de raportare financiară (IAS/IFRS) oferă clarificări sub aspect conceptual între valoarea realizabilă netă şi preţul net de vânzare.

Aşadar, *valoarea realizabilă netă*, este defininită de către *IAS 2 - Stocuri* ca fiind „preţul de vânzare estimat în cursul normal al activităţii comerciale, din care se deduc costurile estimate pentru finalizarea bunului precum şi costurile ocazionate de vânzarea acestuia", în timp ce *preţul net de vânzare* reprezintă valoarea care poate fi obţinută din vânzarea unui activ sau a unei unităţi generatoare de numerar în cadrul unei tranzacţii în condiţii de concurenţă normală între părţi interesate şi în cunoştinţă de cauză, din care se deduc costurile de cedare[88]. Din perspectiva IAS 2, stocurile trebuie evaluate la valoarea cea mai mică care rezultă din compararea dintre cost şi valoarea realizabilă netă, cu respectarea principiului că activele nu trebuie recunoscute în bilanţ la o valoare superioară utilizării sau vânzării lor. Avantajele valorii realizabile nete derivă din condiţiile certe de piaţă de la momentul estimării, cu luarea în calcul a fluctuaţiilor preţurilor pe piaţă, precum şi cu luarea în calcul a scopului pentru care activele sunt deţinute.

Din perspectiva dezavantajelor inerente unei astfel de evaluări, suntem de părere că valoarea realizabilă nu poate fi utilizată ca bază de evaluare la final de exerciţiu financiar, deoarece nu respectă principiile contabile ale costului şi, în acelaşi timp, este diferită de conceptul de valoare justă.

Sub un alt aspect, valoarea realizabilă netă satisface exigenţele informaţionale ale investitorilor prin furnizarea unei valori utile fundamentată prin apel la tranzacţiile de pe piaţă, dar, pe de altă parte, prezintă dezavantajul că *nu ia în considerare previziunile privind fluxurile de numerar viitoare din perspectiva continuităţii activităţii*[89].

Aceste limite inerente ale valorii realizabile, au reprezentat logica de identificare a unei noi valori care să surprindă într-o manieră cât mai reprezentativă beneficiile economice care pot fi obţinute din resursa deţinută de o companie.

Astfel, pentru atingerea acestui deziderat, este necesar să se facă apel în evaluare la criteriul valorii actualizate[90], înţeles ca *valoare de schimb potenţială*. Din perspectiva *valorii actualizate,* activele sunt evaluate şi înregistrate în contabilitate la valoarea actualizată a

---

[86] IFRS Foundation 2022 (International Financial Reporting Standards), International Accounting Standards Board (IASB), disponibil la https://www.ifrs.org/groups/international-accounting-standards-board/, accesat la data de 10.02.2022.

[87] Calculul valorii sale se poate face luând în considerare sau nu cheltuielile legate de cedarea activului: în primul caz, principiile IAS/IFRS vorbesc de valoarea realizabilă netă sau de preţul net de vânzare (suma care poate fi obţinută din vânzarea unui activ minus orice costuri directe marginale de cedare).

[88] David, D., Mateş, D. (coord), Virag, N., Păiuşan, L., Lascu, R., Grosu, V., Ursachi, A., Domil, A., Socoliuc, M. (2017). *„Contabilitate financiară conformă cu Ordinul 1802/2014 pentru aprobarea Reglementărilor contabile privind situaţiile financiare anuale individuale şi situaţiile anuale consolidate"*, Ed. Risoprint, Cluj-Napoca, ISBN 978-973-53-1991-5, 452 pag.

[89] Luperini, F. (2014). *"Il Fair Value e l'applicazione nel FTSE MIB 40"*, Università degli Studi di Pisa, Dipartimento di Economia e Mangement, Corso di Laurea Magistrale in Consulenza Professionale alle Aziende, Tesi di Laurea in Bilancio e Principi Contabili Internazionali, 2014, disponibil la https://core.ac.uk/download/pdf/79617892.pdf, accesat la data de 18.06.2022.

[90] IFRS Foundation 2022 (International Financial Reporting Standards), International Accounting Standards Board (IASB), disponibil la https://www.ifrs.org/groups/international-accounting-standards-board/, accesat la data de 10.02.2022.

Scanned with OKEN Scanner

viitoarelor intrări nete de numerar aşteptate ale activului în cursul normal al gestionării sale, iar pasivele sunt evaluate cu referire la valoarea actualizată a acelor ieşiri nete de numerar care se preconizează că vor fi necesare pentru a deconta pasivele.

Din acestă perspectivă, suntem de acord că valorile curente sunt mai adecvate în ceea ce priveşte estimarea valorii activelor/pasivelor cu referire la piaţă, şi mai ales atunci când fluxurile de numerar asociate activelor şi pasivelor pot fi estimate cu uşurinţă, acesta reprezentând în opinia noastră şi unul din cele mai importante avantaje care rezidă din folosirea lor în evaluare, pentru că oferă decidenţilor companiei informaţii actuale despre activele şi pasivele evaluate.

În opinia autorului Tkachuk (2019), *valoarea actualizată* este legată conceptual de aşa-numita *„valoare de utilizare – value in use"*, deoarece aceasta conexează valoarea activelor de beneficiile care pot fi obţinute din acestea şi, de fapt, necesită actualizarea fluxurilor de numerar preconizate. Actualizarea se bazează pe ipoteza că o sumă de bani *„astăzi"* valorează mai mult decât aceiaşi sumă de bani *„mâine"*, datorită faptului că poate genera venituri sub formă de dobândă[91].

Din acest punct de vedere, *valoarea de utilizare* oferă o estimare a valorii unui activ raportat la fluxurile de trezorerie generate de acesta într-o perioadă previzibilă în viitor, fluxurile de trezorerie fiind actualizate prin aplicarea unei rate a dobânzii care ia în considerare perioada de scadenţă a fluxurilor de trezorerie preconizate şi incertitudinile asociate acestora. Din aceste considerente, prin faptul că se face apel la piaţă, considerăm că valoarea de utilizare se apropie de criteriul valorii juste, care îşi are fundamentul tot în valoarea de piaţă.

Dintr-o altă perspectivă, observăm faptul că în literatura de specialitate conceptul de valoare a evoluat de la un accent pe schimbul de resurse şi pe *valoarea în schimb* la un accent pe integrarea resurselor şi pe valoarea în utilizare[92].

Cu toate avantajele pe care le presupune evaluarea la costul istoric, acesta prezintă şi câteva dezavantaje semnificative[93], care sunt redate în figura alăturată:

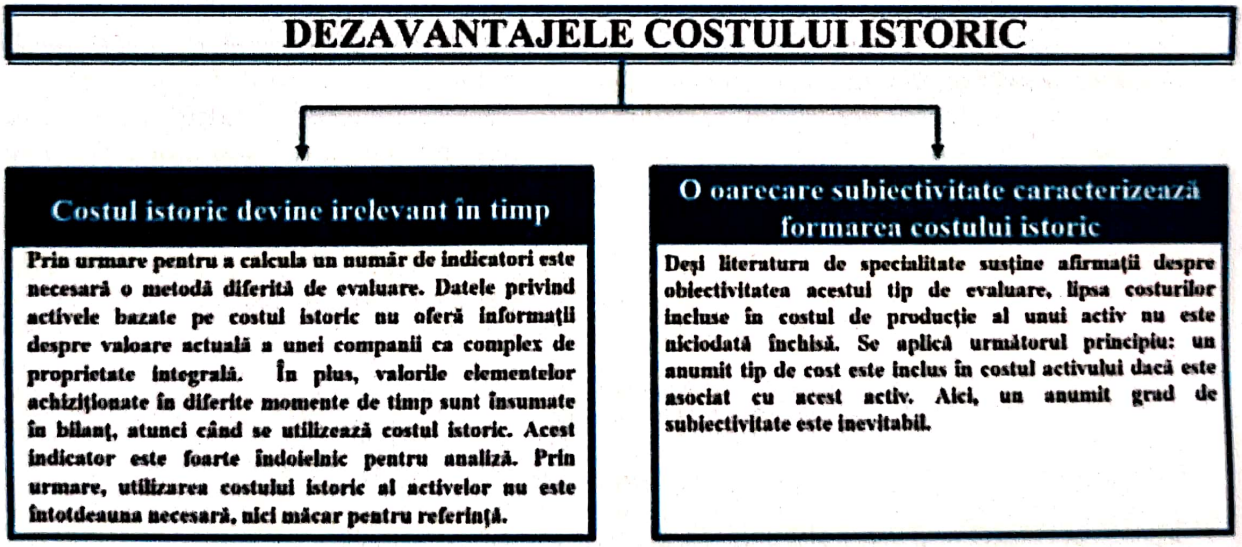

DEZAVANTAJELE COSTULUI ISTORIC
Costul istoric devine irelevant în timp
Prin urmare pentru a calcula un număr de indicatori este necesară o metodă diferită de evaluare. Datele privind activele bazate pe costul istoric nu oferă informaţii despre valoare actuală a unei companii ca complex de proprietate integrală. În plus, valorile elementelor achiziţionate în diferite momente de timp sunt însumate în bilanţ, atunci când se utilizează costul istoric. Acest indicator este foarte îndoielnic pentru analiză. Prin urmare, utilizarea costului istoric al activelor nu este întotdeauna necesară, nici măcar pentru referinţă.
O oarecare subiectivitate caracterizează formarea costului istoric
Deşi literatura de specialitate susţine afirmaţii despre obiectivitatea acestui tip de evaluare, lipsa costurilor incluse în costul de producţie al unui activ nu este niciodată închisă. Se aplică următorul principiu: un anumit tip de cost este inclus în costul activului dacă este asociat cu acest activ. Aici, un anumit grad de subiectivitate este inevitabil.

Figura 1.11. Dezavantajele costului istoric
Sursă: Adaptare după Tkachuk (2019)

[91] Tkachuk, N. V. (2019). *"Historical cost and fair value: advantages, disadvantages, application"*. Journal of History Culture and Art Research, 8(1), 173-182.
[92] Eggert, A., Ulaga, W., Frow, P., Payne, A. (2018). *"Conceptualizing and communicating value in business markets: From value in exchange to value in use"*. Industrial Marketing Management, 69, 80-90.
[93] Tkachuk, N. V. (2019). *"Historical cost and fair value: Advantages, disadvantages, application"*. Journal of History Culture and Art Research, 8(1), 173-182.

Scanned with OKEN Scanner

În acelaşi sens, şi studiul realizat de Zamel şi colab. (2020) concluzionează că utilizaarea costului istoric în condiţii inflaţioniste impactează situaţiile financiare anuale în sensul inducerii în eroare a părţilor interesate. Prin urmare, autorul anterior citat atrage atenţia asupra necesităţii stringente a ajustării situaţiilor financiare întocmite în condiţiile utilizării costului istoric pentru a reflecta realităţile economice actuale[94].

Având în vedere aceste dezavantaje, precum şi a mutaţiilor intervenite la nivelul afacerilor, normalizatorii au prevăzut ca şi bază de evaluare alternativă la costul istoric, criteriul valorii juste.

Prin urmare, valoarea justă oferă posibilitatea de a estima valoarea unei companii ca un complex de proprietăţi şi rentabilitatea capitalului investit. Dorinţa utilizatorilor de a obţine informaţii despre valoarea companiei în prezent, mai degrabă decât despre cea din trecut, a determinat înlocuirea treptată a costului istoric cu alte estimări în rapoartele financiare.

În ceea ce priveşte tratamentul contabil al câştigurilor şi pierderilor la valoarea justă, se impune să precizăm faptul că pentru câştigurile/pierderi nerealizate de natura instrumentelor financiare, activelor biologice şi investiţiilor imobiliare, reflectarea lor va fi efectuată în contul de profit şi pierdere cu precizarea că pentru anumite instrumente financiare, valoarea câştigului de capital trebuie să fie inclusă în rezerva din reevaluare ca structură distinctă a capitalurilor proprii.

Cu privire la câştigurile/pierderi nerealizate de natura imobilizărilor necorporale şi corporale, acestea vor fi reflectate în cadrul rezervei din reevaluare, ca element distinct în structura capitalurilor proprii.

Având în vedere aceste aspecte, considerăm că, în contextul evoluţiei pieţelor internaţionale spre un proces de globalizare din ce în ce mai pronunţat, se impunea oferirea unui instrument alternativ de evaluare, cum este cel reprezentat de evaluarea la valoarea justă.

Fundamentele conceptuale ale standardelor îndepărtează practica contabilă de la conceptele stabilite de cost istoric şi de administrare către concepte de decizii ale investitorilor bazate pe fluxurile de numerar viitoare şi valorile juste[95].

Originea contabilităţii la valoarea justă se găseşte, din punct de vedere istoric, în doctrina economică anglo-saxonă, din care IASB a extras bazele pentru implementarea unui sistem contabil bazat pe valoare justă.

Evoluţia standardelor de contabilitate arată că contabilitatea la cost istoric este înlocuită de paradigma contabilităţii la valoarea justă. *Valoarea justă, spre deosebire de costul istoric, care ascunde poziţia financiară şi veniturile reale, este mai relevantă pentru valoare.*

Relevanţa rapoartelor financiare ar trebui să fie măsurată, pe lângă asocierea dintre rentabilitatea de piaţă şi cea contabilă, în funcţie de contribuţia sa la funcţia de administrare, reducerea costurilor de agenţie, creşterea eficienţei managementului şi furnizarea de informaţii relevante pentru părţile interesate şi lucrători în conflictul lor social. Rapoartele bazate pe valoarea justă atrag atenţia acţionarilor asupra valorii capitalului lor şi consolidează funcţia de administrare[96].

Principiul în cauză a fost conceput pentru a defini o cale comună de determinare a valorii juste, indiferent de elementul care urmează să fie evaluat, şi este utilizat ori de câte ori un alt standard contabil impune evaluarea sau prezentarea de informaţii privind valoarea justă.

Atât în conformitate cu GAAP din SUA, cât şi cu IFRS, valorile juste sunt utilizate cel mai frecvent pentru activele şi pasivele financiare. Dar chiar şi în cazul activelor şi pasivelor

---

[94] Zamel, A., Hany Behery, A., Abdelhameed Hefny, D.A. (2020). *"Limitations of Historical Cost Accounting Information under Inflationary Conditions: A Theoretical Study"*, Egyptian Journals, 22-3, (4) 42.

[95] Georgiou, O., Jack, L. (2011). *"In pursuit of legitimacy: A history behind fair value accounting"*, British Accounting Review, 43 (4), pp. 311-323

[96] Barlev, B., Haddad, J. R. (2003). *"Fair value accounting and the management of the firm"*. Critical Perspectives on Accounting, 14(4), 383–415.

Scanned with OKEN Scanner

financiare, există un model de atribute mixte, cu o multitudine de reguli care stipulează că unele elemente sunt raportate la valoarea justă, iar altele sunt raportate la costul istoric. În plus, câştigurile şi pierderile nerealizate ale elementelor care sunt raportate la valoarea justă pot afecta sau nu venitul net, în funcţie de clasificarea lor[97].

În pofida atractivităţii în general tot mai mari a valorii juste în discursul politic şi academic, au fost discutate, de asemenea, anumite aspecte ale *limitelor* sale. Problema decisivă în dezbaterea privind valoarea justă în cadrul IFRS, aşa cum este descrisă în recentele analize ale lui Whittington (2015), a fost *măsura în care piaţa respectivă este eficientă*[98].

În mod frecvent, valoarea justă este considerată *cea mai bună bază de evaluare "în contextul unor pieţe profunde şi lichide* (semnul distinctiv al viziunii valorii juste)"[99] în alte condiţii valoarea justă devine *„suspectă"* şi devine necesar să se apeleze la adăpostul sigur al costului istoric.[100]

Din analiza reglementărilor şi a utilizării pe scară largă a valorii juste în întocmirea situaţiilor financiare ale companiilor cotate la bursă, reiese importanţa şi favorizarea acordată principiului de-a lungul timpului: *valoarea justă are o capacitate informativă mai mare în ceea ce priveşte capacitatea resurselor economice ale companiei de a genera fluxuri de numerar pozitive în viitor şi, prin urmare, pentru a creşte valoarea globală a companiilor care o utilizează.*

De asemenea, trebuie să subliniem faptul că dacă, pe de o parte, *introducerea valorii juste face posibilă o reprezentare mai apropiată a capitalului de valoarea economică a companiei* şi, *prin urmare, şi la o măsură a profitului care este mai aproape de performanţa reală a perioadei, pe de altă parte, aceasta riscă să compromită integritatea economică a capitalului.*

Contabilitatea la valoarea justă este un avantaj, lăsând la o parte problemele de implementare, dar cu toate acestea, în opinia lui Penman (2009), contabilitatea la cost istoric are caracteristici care oferă o alternativă în cazul în care contabilitatea la valoarea justă ideală nu poate fi realizată[101].

Adoptarea treptată a criteriului valorii juste a pus încet-încet sub semnul întrebării supremaţia principiului costului istoric: utilizarea valorilor curente în evaluările elementelor din situaţiile financiare înseamnă că valorile care trebuie atribuite diferitelor elemente din situaţiile financiare sunt ancorate la piaţă şi, prin urmare, vor fi influenţate de tendinţa pozitivă sau negativă a acesteia.

În opinia lui Müller (2014), pe baza teoriei contabile normative şi a standardelor existente, sunt construite două sisteme contabile ideal-tipice, *contabilitatea costurilor istorice, respectiv contabilitatea la valoarea justă. „Revoluţia contabilă" din ultimele decenii poate fi înţeleasă ca o trecere calitativă de la contabilitatea costurilor istorice la contabilitatea la valoarea justă.* El susţine că aceste sisteme ideal-tipice sunt legate de diferite circuite sau forme de capital - capitalul productiv şi, respectiv, capitalul monetar - şi de perspectiva specială pe care acestea o oferă asupra companiei capitaliste. În măsura în care financiarizarea este legată de circuitul

---

[97] Laux, C., Leuz, C., (2009). *"The crisis of fair-value accounting: making sense of the recent debate"*, Accounting, Organizations and Society, 34 (6–7), pp. 826-834

[98] Whittington, G. (2015). *"The Routledge companion to financial accounting theory"*, Chapter - Fair value and IFRS, S. Jones (Ed.), Taylor and Francis, London (2015), pp. 217-235.

[99] Idem 101.

[100] Hayoun, S., (2019). *"How fair value is both market-based and entity-specific: The irreducibility of value constellations to market prices"*, Accounting Organizations and Society, Volume 73, Page 68-82, DOI10.1016/j.aos.2018.05.013

[101] Penman, S.H. (2007). *"Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus?"* Accounting and Business Research, Special Issue: International Accounting Policy Forum, 33–44.

Scanned with OKEN Scanner

capitalului bănesc, se poate explica ascensiunea contabilității la valoarea justă, care reprezintă dominația unei viziuni financiare asupra companiei în domeniul contabilității financiare[102].

Eficiența pieței presupune că piața vede în totalitate convențiile contabile și complicațiile legate de măsurarea performanței companiei, inclusiv dezvăluirea cifrelor contabile manipulate. În cazul în care această ipoteză este valabilă, nu contează dacă folosim contabilitatea pe baza costurilor istorice sau adoptăm contabilitatea pe baza valorii juste.

Biondi (2011) face o observație conexă, potrivit căreia ipotezele implicite ale piețelor perfecte și ale contractelor complete stau la baza validității contabilității bazate pe valoarea justă[103].

În schimb, în cadrul contabilității bazate pe valoarea justă, bilanțul devine situația financiară principală, iar venitul net este doar elementul derivat din diferența de valoare a activelor nete. Abordarea bazată pe valoarea justă este susceptibilă de a schimba obiectivele de raportare managerială de la raportarea celor mai mari vânzări posibile și a celor mai mici cheltuieli posibile la raportarea celor mai mari active posibile și a celor mai mici pasive posibile[104].

În cadrul contabilității pe baza costurilor istorice, venitul net măsoară excedentul veniturilor față de cheltuieli, ambele fiind măsurate pe baza costurilor istorice. Iar excedentul veniturilor față de cheltuieli se adaugă la activele nete ale companiei din bilanț. Contul de profit și pierdere este prima situație financiară, iar bilanțul reprezintă elementul derivat. Prin urmare, manipularea veniturilor și a cheltuielilor, așa cum sunt raportate în contul de profit și pierdere principal în baza costurilor istorice, este oarecum limitată[105].

Alegerea între baza costului istoric și baza valorii juste se concentrează în jurul deciziei de a stabili care este punctul de referință adecvat. În cadrul valorii juste, poziția activelor la începutul perioadei servește drept punct de referință. În cadrul costului istoric, valoarea inițială a sumei de bani care a fost plătită pentru activele companiei servește drept punct de referință.

Având în vedere diferitele funcții pe care le îndeplinește contabilitatea, în opinia noastră, punctul de referință adecvat depinde de funcția specifică pe care contabilitatea ar trebui să o îndeplinească. În cazul în care funcția este pur și simplu de a furniza informații periodice pentru a evalua compania și creanțele aferente, poziția activelor/pasivelor la începutul perioadei este cu siguranță punctul de referință adecvat și, prin urmare, baza contabilă a valorii juste este mai avantajoasă pentru a îndeplini această funcție[106].

Consecința principală (dar nu inevitabilă) a acestei situații a fost determinată de recunoașterea profiturilor sau a pierderilor nerealizate, ceea ce a condus la volatilitatea rezultatelor de la sfârșitul perioadei sau a rezultatelor intermediare.

De asemenea, ca în cazul tuturor evaluărilor bazate pe estimări, chiar și cele la valoarea justă sunt, imprecise prin natura lor: acestea se pot baza pe ipoteze privind condițiile, tranzacțiile sau evenimentele viitoare care sunt incerte și, prin urmare, vor putea fi modificate în timp.

Prin urmare, dacă pe de o parte, evaluarea la valoarea justă poate fi relativ simplă, pentru anumite active/pasive, în cazul în care există informații ușor disponibile și fiabile cu privire la

---

[102] Müller, J. (2014). *"An accounting revolution? The financialisation of standard setting"*, Critical Perspectives on Accounting, 25 (7) (2014), pp. 539-557.

[103] Biondi, Y. (2011). *"The pure logic of accounting: A critique of the fair value revolution"*. Accounting, Economics, and Law: A Convivium,1(1),7.

[104] Tang, V. W. (2019). *The Role of Accounting and the Debate between Historical Cost and Fair Value*, Accounting Economics and Law-A Convivium, Volume 9, Issue 1, Article Number 20160066, DOI 10.1515/ael-2016-0066.

[105] Ijiri, Y. (1967). *"The foundations of accounting measurement: A mathematical, economic and behavioral inquiry"*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

[106] Tang, V. W. (2019). *"The Role of Accounting and the Debate between Historical Cost and Fair Value"*, Accounting Economics and Law-A Convivium, Volume 9, Issue 1, Article Number 20160066, DOI 10.1515/ael-2016-0066.

Scanned with OKEN Scanner

preţurile pentru care schimbul are loc efectiv, pentru altele măsurarea poate fi deosebit de complexă.

Cu toate acestea, această formă de evaluare a devenit necesară în lumina recentei crize financiare (determinată de criza sanitară, criza energetică, criza geo-politică), deoarece aplicarea valorii juste este cu siguranţă legată de dorinţa de a obţine informaţii actualizate privind valoarea activelor companiei.

Cercetările privind baza valorii juste pentru contabilitate tinde să testeze eficacitatea acesteia, majoritatea studiilor provenind din literatura de cercetare cantitativă, cu relevanţă valorică în contabilitate. Aceste studii constată, în general, că investitorii percep estimările valorii juste ca fiind mai relevante decât valorile costurilor istorice[107].

Alte studii care abordează valoarea justă din punct de vedere conceptual, discută meritele şi lipsurile sale conceptuale, pe baza conceptului de utilitate a deciziei[108]. Dacă investitorilor li se oferă informaţii pentru a emite judecăţi cu privire la investiţiile lor, se pretinde că rapoartele financiare au capacitatea de a reflecta realitatea economică şi astfel „creşterea eficienţei cu care este investit capitalul", precum şi sporirea eficienţa managementului şi facilitarea armonizării contabile internaţionale[109].

Mai mult, chiar şi în realitatea contabilă românească (ancorată în mod tradiţional în certitudinea datelor istorice), aceasta se profilează ca un instrument valid pentru evaluarea posturilor contabile din bilanţ.

Acest criteriu de evaluare a fost emis în ideea de de a se adopta, la nivel internaţional, măsuri menite să conducă la obţinerea de *informaţii actualizate* asupra valorii activelor companiei.

Cele două metode astfel comparate au atât *merite incontestabile*, cât şi *limitări evidente*: costul istoric este obiectiv, verificabil şi poate fi uşor de utilizat pentru a determina valoarea unui active, dar principala sa limitare constă în incapacitatea acestuia de a oferi o imagine actualizată a situaţiei activelor, precum şi în măsurarea fiabilă a rezultatelor economice şi a comparabilităţii limitate a rezultatelor în timp[110]. Benston (2008) este de părere că alegerea, nu trebuie să fie între costurile istorice şi valorile juste[111].

Susţinătorii argumentează că valorile juste ale activelor sau pasivelor reflectă condiţiile curente de piaţă şi, prin urmare, oferă informaţii în timp util, sporind astfel transparenţa şi încurajând acţiuni corective prompte. Puţini sunt cei care contestă faptul că transparenţa nu este importantă. Dar controversa se bazează pe faptul dacă valoarea justă este într-adevăr utilă pentru asigurarea transparenţei şi dacă duce la acţiuni nedorite din partea băncilor şi a companiilor.

Prin urmare, având în vedere cele expuse anterior, menţionăm câteva dintre cele mai relevante avantaje ale utilizării valorii juste, identificate de către Tkachuk (2019) [112], astfel:

---

[107] Georgiou, O., Jack, L. (2011). *"In pursuit of legitimacy: A history behind fair value accounting"*, British Accounting Review, 43 (4), pp. 311-323.

[108] Penman, S.H. (2007). *"Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus?"* Accounting and Business Research, Special Issue: International Accounting Policy Forum, 33–44.

[109] Georgiou, O., Jack, L. *Op. cit.*

[110] Confalonieri, M. (2009). *"Alcune riflessioni sul fair value"*, Rivista italiana di ragioneria ed economia aziendale, 2009(7/8), 700-711.

[111] Benston, G. J. (2008). *"The shortcomings of fair-value accounting described in SFAS 157"*, Journal of Accounting and Public Policy, 27 (2008), pp. 101-114.

[112] Tkachuk, N. V. (2019). *"Historical cost and fair value: Advantages, disadvantages, application"*. Journal of History Culture and Art Research, 8(1), 173-182.

Scanned with OKEN Scanner

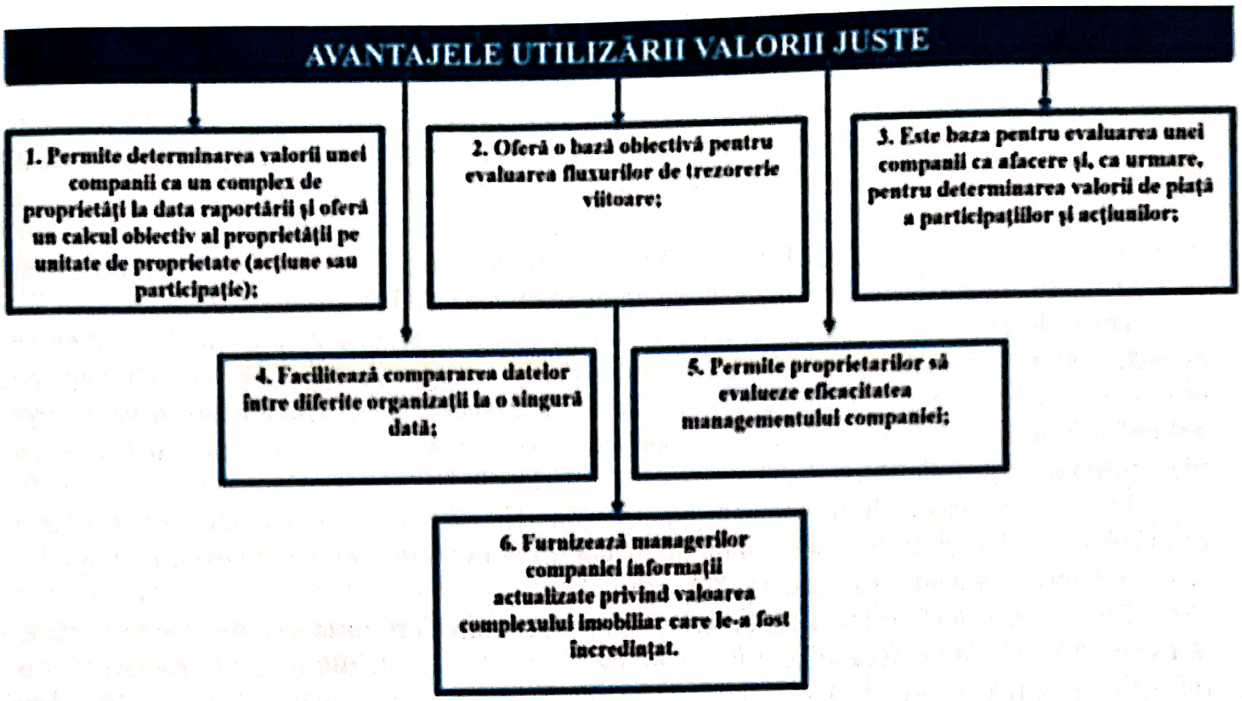

AVANTAJELE UTILIZĂRII VALORII JUSTE
1. Permite determinarea valorii unei companii ca un complex de proprietăți la data raportării și oferă un calcul obiectiv al proprietății pe unitate de proprietate (acțiune sau participație);
2. Oferă o bază obiectivă pentru evaluarea fluxurilor de trezorerie viitoare;
3. Este baza pentru evaluarea unei companii ca afacere și, ca urmare, pentru determinarea valorii de piață a participațiilor și acțiunilor;
4. Facilitează compararea datelor între diferite organizații la o singură dată;
5. Permite proprietarilor să evalueze eficacitatea managementului companiei;
6. Furnizează managerilor companiei informații actualizate privind valoarea complexului imobiliar care le-a fost încredințat.

Figura 1.12. Avantajele utilizării valorii juste
Sursa: Adaptare după Tkachuk (2019)

Pe de altă parte, valoarea justă oferă o mai bună reprezentare a elementelor evaluate și are meritul de a crește transparența situațiilor financiare, în special pentru societățile cotate la bursă pentru care IAS/IFRS au devenit obligatorii pentru situațiile financiare consolidate începând cu 2006, ca urmare a punerii în aplicare a Regulamentului CEE 1606/2002, satisfăcând nevoile de informare ale unei mari categorii de părți interesate[113].

Costul istoric s-a bucurat doar de o legitimitate episodică ca și baza principală a contabilității și că, deși principiile valorii juste au fost încorporate și legitimate într-o anumită măsură, principalul efect a fost acceptarea pragmatică a faptului că măsurătorile mixte în raportarea financiară sunt inevitabile.

Din perspectiva autorului Tkachuk (2019)[114] atât costul istoric, cât și valoarea justă sunt foarte importante pentru formarea situațiilor financiare pentru utilizatorii externi. De asemenea, atât costul istoric, cât și valoarea justă pot fi caracterizate prin subiectivitatea evaluării lor, ceea ce face ca compararea lor după acest parametru să nu aibă sens. Și nu în ultimul rând, principala problemă a teoriei contabile este de a găsi modalitatea de a utiliza costul istoric și valoarea justă într-un singur raport, nu prin amestecarea lor, ci într-o combinație rezonabilă pentru a calcula indicatorii corespunzători atât bilanțurilor statice, cât și celor dinamice.

Așadar, utilizarea valorii juste este o realitate obiectivă, iar problema utilizării valorii juste se reduce la nevoia de credibilitate a evaluării sale. Conducerea companiei nu ar trebui să fie capabilă să manipuleze situațiile financiare, ceea ce reduce semnificativ valoarea acestor rapoarte pentru potențialii utilizatori. Una dintre modalitățile de a face acest lucru este implicarea unui specialist independent - un evaluator profesionist care ar determina valoarea justă (de piață) a activelor companiei. Formarea costului istoric și a valorii juste este, totuși, un proces subiectiv și care necesită multă muncă. Prin urmare, accentul ar trebui să fie mutat, în

[113] IFRS Foundation 2022 (International Financial Reporting Standards), International Accounting Standards Board (IASB), disponibil la https://www.ifrs.org/groups/international-accounting-standards-board/, accesat la data de 10.02.2022.
[114] Tkachuk, N. V. (2019). *"Historical cost and fair value: advantages, disadvantages, application"*. Journal of History Culture and Art Research, 8(1), 173-182.

Scanned with OKEN Scanner

primul rând, pe identificarea domeniului de aplicare a acestora pentru a asigura declarații de înaltă calitate.

Astfel, atunci când vine vorba de calcularea valorii companiei și a randamentului investițiilor, activele și pasivele companiei trebuie evaluate la valoarea justă. Dar, dacă utilizatorul este interesat de rezultatul financiar al activităților curente ale companiei (diferența dintre veniturile și cheltuielile curente), atunci nu se poate evita estimarea la costul istoric. Profitul este un indicator calculat, adică subiectiv. Prin urmare, atât interpretările statice, cât și cele dinamice ale performanței financiare a companiei vor fi utile utilizatorilor[115].

Din cele expuse anterior, putem concluziona că există o serie de *puncte slabe* inerente metodei valorii juste care pun sub semnul întrebării posibilitatea organizării contabilității pe baza acesteia. Printre acestea putem enumera: *subiectivismul formării în absența unei piețe active, posibilitatea de abuz în calcularea acesteia și costurile suplimentare asociate cu implicarea evaluatorilor independenți.*

În acord cu aspectele menționate anterior, suntem de părere că valoarea justă a adus o contribuție în domeniul gândirii contabile, deoarece s-a confruntat cu deficiența principiului costului istoric, care a fost supusă multor critici.

Cu toate acestea, principalele critici aduse modelului valorii juste se referă, pe de o parte, la aspectul conceptual, făcând referire la faptul că practica contabilă a fost introdusă fără o reflecție teoretică aprofundată și fără a analiza consecințele unei evaluări generale a activelor, capitalurilor proprii și datoriilor după acest principiu, iar pe de altă parte, la aspectul tehnic legat de modul în care se bazează o estimare, fiind cunoscut faptul că estimările sunt, prin modul lor de natură subiectivă, mai ales dacă se face, de exemplu, datorită corelării evaluării cu principiul precauției în cazul recunoașterii deprecierii activelor, caz în care poate încuraja tendințele de înfrumusețare a conturilor pe diferite niveluri de interes din partea producătorilor de situații financiare.

Pe de altă parte, criticii susțin că, în multe cazuri, contabilizarea la valoarea justă conduce la informații bruiate sau la valori manipulate, Landsman (2007)[116], dar și Filip și colab. (2021)[117], menționând că valorile juste pot fi supuse incertitudinii și susțin că valorile juste publicate și recunoscute sunt utile pentru investitori, dar că gradul de utilitate depinde de eroarea de măsurare și și relevanța estimărilor valorice.

Contabilitatea la valoarea justă, în multe cazuri și pe perioade mai lungi de timp, nu produce informații relevante pentru luarea deciziilor. Motivul poate fi găsit în faptul că „așa-numitele activități normale de afaceri", piețele eficiente și lipsa asimetriei informaționale ca premise pentru relevanța valorii juste, sunt idealurile care trebuie obținute și nu realitatea economică contemporană. Fiabilitatea ca și caracteristică calitativă a informațiilor prezentate în situațiile financiare este inseparabilă de evaluarea atentă a activelor, datoriilor, cheltuielilor, veniturilor și rezultatului. Contabilitatea valorii juste nu recunoaște conceptual principiul realizării, principiul valorii minime și principiul valorii celei mai înalte, precum și principiul conservatorismului ca unul dintre pilonii fiabilității.

Comparabilitatea situațiilor financiare în timp și între entități se realizează prin aplicarea valorii juste datorită posibilității unei modalități arbitrare de determinare a acestora[118].

---

[115] Ibidem.

[116] Landsman, W. R. (2007). *"Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research"*. Accounting and Business Research, 37, 19–30.

[117] Filip, A., Hammami, A., Huang, Z., Jeny, A., Magnan, M., Moldovan, R. (2021). *"The value relevance of fair value levels: Time trends under IFRS and US GAAP"*. Accounting in Europe, 18(2), 196-217.

[118] Stojilković, M. (2011). *"Towards a criticism of fair value accounting"*, Acta Universitatis, Series: Economics and Organization Vol. 8, No 1, 2011, pp. 91 – 109.

Scanned with OKEN Scanner

O critică frecventă, consideră Hawkins şi colab. (2008) că este faptul că "contabilitatea la valoarea justă este mai puţin fiabilă, permite o mai mare manipulare a rezultatelor"[119]. Având în vedere subiectivitatea inerentă în măsurarea valorilor juste atunci când activul sau pasivul nu este tranzacţionat pe o piaţă activă, această critică este de înţeles.

În timp ce aplicarea unei baze de evaluare conduce la informaţii exacte şi credibile, dar irelevante, punerea în aplicare a altor baze de evaluare conduce la informaţii relevante, dar mai puţin credibile. Din aceste motive, selectarea bazei de evaluare este o chestiune de compromis care depinde de contextul economic şi juridic, precum şi de scopul pentru care se realizează evaluarea[120].

Opozanţii susţin că valoarea justă nu este relevantă şi poate induce în eroare în cazul activelor care sunt deţinute pentru o perioadă lungă de timp şi, în special, până la scadenţă; că preţurile ar putea fi denaturate de ineficienţa pieţei, de iraţionalitatea investitorilor sau de problemele de lichiditate; că valorile juste bazate pe modele nu sunt fiabile; şi că valoarea justă contribuie la prociclicitatea sistemului financiar[121].

În plus, mai multe rapoarte şi studii de specialitate efectuate pe problematica evaluării la valoarea justă au dezbătut asupra naturii prociclice a contabilizării la valoarea justă şi despre posibilitatea ca punctele slabe ale metodologiei privind valoarea justă să ducă la exacerbarea crizelor sau să genereze mai multă incertitudine în absenţa unor abordări transparente de modelare[122].

Criticii valorii juste au susţinut, de asemenea, că costul istoric este mai fiabil decât estimările valorii juste, concentrându-se pe subiectivitate în măsurarea valorii juste a activelor şi datoriilor. Cu toate acestea, odată ce valoarea justă reflectă în mod direct valorile actuale de piaţă ale activelor şi datoriilor, aceasta este mai rapidă şi mai relevantă pentru acţionari şi reflectă cele mai actuale şi complete estimări ale valorii activului sau pasivului, reducând astfel la minimum libertatea de a manipula numerele contabile[123].

Totodată, o preocupare în ceea ce priveşte contabilitatea la valoarea justă este că introduce subiectivitatea în raportarea financiară. Spre deosebire de contabilitatea costurilor istorice, contabilitatea la valoarea justă se bazează pe evaluări bazate pe piaţă, care pot fi influenţate de condiţiile pieţei, de raţionamentul conducerii şi de erorile de estimare. Această subiectivitate poate oferi companiilor oportunităţi de a manipula măsurătorile valorii juste pentru a obţine rezultate specifice raportării financiare, inclusiv gestionarea câştigurilor[124].

Este surprinzător faptul că unii autori sunt de părere că costul istoric este o bază solidă pentru cerinţele de capital sau că lichiditatea unui activ nu ar trebui să joace niciun rol atunci când valorile de piaţă şi lichiditatea joacă un rol important în determinarea cerinţelor de marjă sau de garanţie (în curs de desfăşurare)[125].

În plus, alte studii acuză revoluţia valorii juste prin faptul că promovează o viziune financiară îngustă asupra companiilor şi, prin urmare, trece cu vederea o reprezentare „corectă"

---

[119] Hawkins, D., Dessain, V., Barron, A., (2008). *"Choosing cost or fair value on adoption of IFRS"*. Harvard Business School, Case, 9-108-30.

[120] Ristea, M. (2003). *"Bază şi alternative în contabilitatea întreprinderii"*. Bucureşti: Editura Economică.

[121] Laux, C., Leuz, C., (2009). *"The crisis of fair-value accounting: making sense of the recent debat"e*, Accounting, Organizations and Society, 34 (6–7), pp. 826-834.

[122] Ghosh, C., Liang, M., Petrova, M., (2020). *"The Effect of Fair Value Method Adoption: Evidence from Real Estate Firms in the EU"*. J Real Estate Finan Econ 60, 205–237 (2020). https://doi.org/10.1007/s11146-019-09721-z.

[123] Sampaio, C., Farinha, L., Sebastião, J. R., Régio, M. (2022). *"How the 2008–2009 financial crisis shaped fair value accounting literature: A bibliometric approach"*. Administrative Sciences, 12(1), 15.

[124] Emomoemi, E. (2023). *"Fair value accounting and earnings management: an analysis of listed investment firms in Nigeria"*. EPRA International Journal of Economic Growth and Environmental Issues (EGEI), 11(6), 10-17.

[125] Laux, C., Leuz, C., (2009). *"The crisis of fair-value accounting: making sense of the recent debate"*, Accounting, Organizations and Society, 34 (6–7), pp. 826-834.

Scanned with OKEN Scanner

care face ca companiile să fie responsabile față de toate părțile interesate care se bazează pe aceasta[126].

Cu toate acestea, în timp ce ambele metode de contabilitate afectează situațiile financiare, impactul contabilității la valoarea justă asupra bilanțului și a contului de profit și pierdere este extrem de mare datorită volatilității potențiale a metodei. Contabilitatea la valoarea justă este considerată superioară în comparație cu contabilitatea la cost istoric, deoarece *reflectă situația actuală de pe piață*, în timp ce aceasta din urmă se bazează pe trecut. În plus, în termeni relativi, contabilizarea la *valoarea justă oferă utilizatorilor informații financiare mai actuale și mai multă vizibilitate*[127].

Evident, valorile exprimate în situațiile financiare în conformitate cu principiile costului istoric sunt cu siguranță foarte fiabile, deoarece măsurarea lor este sigură și bazată pe documente justificative, dar cu toate acestea sunt totuși valori *„trecute"*, adică ancorate la data recunoașterii lor și, prin urmare, nu iau în considerare acele câștiguri sau plusuri de valoare rezultate în timp.

Contrar principiilor costului istoric, evaluarea la valoarea justă este o metodă de evaluare bazată pe ipoteza că valorile exprimate în situațiile financiare reflectă valoarea de schimb a acestora și prin urmare, la data achiziției unui activ, atât valoarea justă, cât și costul istoric trebuie să coincidă în mod necesar. Cu toate acestea, în perioadele ulterioare, valoarea activelor/pasivelor este ajustată la echivalentul contraprestației pentru care un activ ar putea fi schimbat sau un pasiv decontat în cadrul unei tranzacții în condiții de concurență normală între părți interesate și în cunoștință de cauză.

Studiile au arătat faptul că valoarea justă este necesară pentru a caracteriza rentabilitatea investițiilor și poziția financiară a unei societăți (bilanț static), iar costul istoric este necesar pentru a calcula rentabilitatea operațiunilor comerciale în curs de desfășurare (bilanț dinamic)[128].

Criza financiară actuală a provocat o mare atenție asupra contabilității la valoarea justă a instrumentelor financiare, așa cum este stabilit în ambele seturi de standarde de contabilitate principale utilizate de companiile cotate la bursă din întreaga lume, și anume Principiile de contabilitate general acceptate (US GAAP) și Standardele Internaționale de Raportare Financiară (IFRS).

În cadrul studiului realizat de către Filip și colab. (2021)[129], pentru ambele seturi de standarde amintite anterior, rezultatele oferă dovezi care sunt în concordanță cu o creștere a relevanței valorii la toate cele trei niveluri ale valorii juste în timp și o convergență a relevanței valorii a celor trei niveluri ale valorii juste în timp. Cu toate acestea, nivelurile valorii juste prezintă o relevanță a valorii sistematic mai mare în conformitate cu U.S. GAAP în comparație cu IFRS.

Un astfel de decalaj s-a redus într-o oarecare măsură de la intrarea în vigoare a IFRS 13. Această evoluție se datorează probabil cunoașterii contabilității la valoare justă și modificărilor în reglementările de raportare financiară care au crescut cerințele de prezentare. Aceste constatări confirmă concluziile IASB conform cărora dezvăluirea nivelurilor valorii juste este utilă utilizatorilor situațiilor financiare, dar subliniază și învățarea în timp a pregătitorilor și a investitorilor.

---

[126] Biondi, Y. (2011). *"The Pure Logic of Accounting: A Critique of the Fair Value Revolution"*. Accounting, Economics, and Law, 2011, Vol. 1 (Iss. 1), pp.2-46.

[127] Jaijairam, P. (2013). *"Fair value accounting vs. historical cost accounting"*. Review of Business Information Systems (RBIS), 17(1), 1-6.

[128] Tkachuk, N. V. (2019). *"Historical cost and fair value: advantages, disadvantages, application"*. Journal of History Culture and Art Research, 8(1), 173-182.

[129] Filip, A., Hammami, A., Huang, Z., Jeny, A., Magnan, M., Moldovan, R. (2021). *"The value relevance of fair value levels: Time trends under IFRS and US GAAP"*. Accounting in Europe, 18(2), 196-217.

Scanned with OKEN Scanner

Cu toate aceste limite inerente, suntem de părere că valoarea justă prezintă avantaje suplimentare faţă de costul istoric şi prin urmare ea trebuie utilizată pe scară largă de către companii.

De asemenea, eliminarea inechităţilor valorii juste reprezintă apanajul exclusiv al organismelor de reglementare contabilă, care trebuie să găsească noi soluţii pentru atenuarea efectelor acestora asupra evaluării în contabilitate.

Aşadar, putem afirma că preocuparea pentru o raportare financiară fiabilă este motivul major pentru trecerea de la estimarea costurilor istorice la abordarea de estimare a valorii juste.

În concluzie aşa-numita revoluţie a valorii juste a favorizat o revoltă împotriva principiilor contabile clasice, sintetizând toate criticile la adresa costului istoric care au fost lansate atât de către academicieni, cât şi de către practicieni.

Un alt deziderat al studiului de faţă îl reprezintă şi clarificarea înţelesului conceptual al valorii juste, ca mărime bazată pe piaţă(market-based), întrucât *în lumina abordărilor internaţionale, există încă dezbateri cu privire la conţinutul conceptului de valoare justă, la metodele de obţinere şi la aplicaţiile sale, deoarece este un concept mult mai larg decât valoarea de piaţă*. În funcţie de conţinutul său, conceptului de valoare justă i se atribuie fie calitatea de bază a evaluării, convenţie sau principiu contabil, fie o aplicaţie a valorii de piaţă şi nu în ultimul rând o estimare şi nu o concluzie ca în cazul valorii de piaţă, precum şi un obiectiv al evaluării[130]. În opinia lui Stojilković (2011), valoarea justă este un atribut ipotetic de evaluare, a cărui cuantificare, în lipsa unor pieţe lichide şi active, duce la o largă sferă de subiectivitate a contabililor şi managementului. În astfel de cazuri, aceasta se transformă dintr-o evaluare obiectivă în una subiectivă[131].

Din aceste considerente, organismele de reglementare contabilă au extins baza de raportare a evaluărilor bazate pe tranzacţiile de pe piaţă, în acest sens fiind extinsă şi aplicarea pe scară largă a valorii juste, deoarece aceasta se fundamentează pe baza confruntării dintre cererea şi oferta manifestată liber pe piaţă. Chiar şi în aceste condiţii, în cazul unor imperfecţiuni ale funcţionării pieţei, valoarea justă nu mai poate reprezenta o bază solidă de evaluare, decât dacă se face apel la ajustări ale preţurilor de piaţă sau să se facă apel la preţul de piaţă a unor active similare, prin identificarea unor tranzacţii comparabile în mod eficient.

Se impune să precizăm şi faptul că nu putem să punem semnul de egalitate între valoarea justă şi valoarea de piaţă, chiar dacă între aceste două concepte par să reprezinte acelaşi lucru. Valoarea justă, se deosebeşte de valoarea de piaţă, prin însăşi definiţia ei, în sensul în care definţia face apel la sintagma de „piaţă activă", adică nu orice piaţă, ci una în care bunurile sau serviciile vândute sunt caracterizate de omogenitate şi prin urmare pot reprezenta categorii comparabile în vederea evaluării, o piaţă caracterizată de prezenţa unui număr suficient de mare de cumpărători şi vânzători, iar informaţiile privind tranzacţiile efectuate sunt accesibile.

Din perspectiva reglementărilor contabile, Hayoun (2019) este de părere că practicile de evaluare ale IASB sunt mai mult în concordanţă cu cadrul semiologic al celor două intrări complementare (piaţa şi compania), decât cu cele două ieşiri dihotomice (valoarea justă sau valoarea de utilizare), iar contrastul piaţă/companie este astfel fracturat din punct de vedere conceptual[132].

O concentrare similară asupra domeniului de aplicabilitate a valorii juste este evidentă şi în mai multe propuneri recente privind criteriile de selecţie a măsurătorilor mixte. Astfel de propuneri presupun o limitare diferită a aplicabilităţii valorii juste (diferită de accentul pus pe

---

[130] Tournier, J.C. (2000). *"La Révolution Comptable - Du coût historique à la juste valeur"*. Paris: Éditions d'Organisation

[131] Stojilković, M. (2011). *"Towards a criticism of fair value accounting"*, Acta Universitatis, Series: Economics and Organization Vol. 8, No 1, 2011, pp. 91 – 109.

[132] Hayoun, S. (2019). *"How fair value is both market-based and entity-specific: The irreducibility of value constellations to market prices"*, Accounting, Organizations and Society, Volume 73, February 2019, Pages 68-82

Scanned with OKEN Scanner

condițiile de piață) chiar și pe pieţele perfecte, valoarea justă poate să nu fie adecvată pentru evaluarea unui element dacă contribuția sa în companie este un produs al interrelației cu alte elemente.

Din aceste considerente, Procházka (2011) consideră că valoarea justă este o valoare ipotetică curentă bazată pe piață și că această valoare de piață nu este întotdeauna direct observabilă[133].

Sub acest aspect, dezbaterile privind valoarea justă și limitele acesteia s-au concentrat asupra domeniului de aplicare, ceea ce a dus la criterii de selecție a măsurătorilor care pun în contrast valoarea justă cu costul istoric, care a dominat în mod tradițional. Cu această structură atât IASB, cât și literatura de specialitate actuală își asumă natura valorii juste ca fiind o valoare bazată exclusiv pe piață[134]. Georgiou și Jack (2011) consideră că reintroducerea contabilității bazate pe piață în principiile generale nu a fost determinată, în esență, de argumentele convingătoare ale teoreticienilor, ci de nevoia practică de a găsi o modalitate de a include valorile mobiliare în situațiile financiare astfel încât să ofere o reprezentare corectă (suficientă) a angajamentelor asumate de o companie[135].

Prin urmare, considerăm că valoarea justă sfârșește prin a reprezenta o cantitate reală „bazată pe piață – market based", *indisolubil legată de o piață liberă și activă*, strâns legată de potențialul schimbului și referindu-se în mod specific la condițiile actuale ale companiei: *piața este, de fapt, locul prin excelență în care valorile juste își pot găsi spațiul și definiția.*

Valoarea justă bazată pe piață are valoare predictivă și de feedback și este considerată superioară obiectivelor specifice companiei, în special în ceea ce privește comparabilitatea. O companie trebuie să evalueze valoarea justă a unui activ utilizând ipotezele pe care le-ar folosi participanții de pe piață. Activele trebuie evaluate la valoarea lor justă, indiferent de modul în care dobânditorul intenționează să le folosească sau dacă intenționează să le folosească[136].

Din acest punct de vedere studiile au demonstrat că valoarea justă este modelul care reflectă mai bine activitățile de gestionare a riscurilor, iar informațiile privind valoarea justă sunt, în general, relevante pentru investitori[137]. Având în vedere multiplele interpretări ale definiției valorii juste, IASB a emis *IFRS 13- Valoarea justă*[138]*, care definește valoarea justă ca fiind prețul pe piața principală, respectiv piața cu cel mai mare volum și nivel de activitate pentru activ sau datorie* (piața pe care se maximizează valoarea care ar fi obținută pentru vânzarea activului sau pe care s-ar reduce la minim valoarea plătită pentru transferul datoriei, după ce s-au luat în calcul costurile tranzacției și costurile de transport).

De asemenea, IFRS 13 precizează că dacă nu există piața principală, se va considera ca piață de referință pentru stabilirea valorii juste - piața cea mai avantajoasă.

Precizăm că datorită importanței IFRS 13 în economia acestei părți a lucrării, acestui subiect îi vom dedica un subcapitol de sine stătător, în cele ce urmează.

---

[133] Procházka, D. (2011). *"The role of fair value measurement in the recent financial crunch"*, Economics, Management, and Financial Markets, 6/2011, Issue No:1, Page Range: 989-1001.

[134] Hayoun, S. *Op. cit.*

[135] Georgiou, O., Jack, L. (2011). *"In pursuit of legitimacy: A history behind fair value accounting"*, British Accounting Review, 43 (4), pp. 311-323.

[136] Sawai, K., Taguchi, S. (2023). *"Unintended consequences of fair value's market-based definition"*, ITEC Working Paper disponibil la https://itec.doshisha.ac.jp/attach/page/ITEC-PAGE-JA-48/174862/file/23-01.pdf, accesat la data de 14.07.2023.

[137] Zamora-Ramírez, C., Morales-Díaz, J. (2018). *"The use of fair value measurement in financial reporting: A literature review"*. Studies of Applied Economics, 36(2), 489-514.

[138] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, ediția 2022, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 12.06.2023.

Scanned with OKEN Scanner

1.4.2. Analiza criteriului valorii juste din perspectiva IFRS 13 și a Standardelor de evaluare a bunurilor (SEV 104)

Acestă secțiune este dedicată unei cercetări descriptive, realizată în manieră comparativă, care vizează pe de o parte, prezentarea principalelor prevederi ale IFRS 13 cu privire la evaluarea valorii juste, cu un accent special pe conceptele cheie găsite în standard, care se referă la piața principală, cea mai avantajoasă piață, cea mai înaltă și cea mai bună utilizare și ierarhia valorilor, iar pe de altă parte, prezentarea implicațiile evaluării la valoarea justă, din perspectiva SEV.

Utilizarea valorii juste, respectiv capacitatea sa de a genera valori curente în situațiile financiare, exprimă capacitatea economică reală a companiei și este menționat și de către organismal american de contabilitate (FASB- Financial Accounting Standards Board)[139] ca tratament contabil de referință.

Din acest punct de vedere, FASB a ajuns la concluzia că *valoarea justă este cea mai relevantă măsură pentru evaluarea instrumentelor financiare*. În cadrul deliberărilor sale privind Declarația 133, FASB a revizuit acest aspect și și-a reînnoit din nou angajamentul de a evalua în cele din urmă toate instrumentele financiare la valoarea justă.

Pe tărâm european, odată cu introducerea Standardelor Internaționale de Contabilitate IAS/IFRS, am asistat la trecerea de la un sistem bazat pe evaluarea elementelor la costul istoric sau la valoarea cea mai mică dintre aceasta și valoarea deductibilă din tendințele pieței, la un sistem de „valoare" bazat în principal pe valoarea justă, respectiv o mai mare orientare spre piață. Această părere nu este una unanim acceptată în literatura de specialitate, unii autori cum ar fi Strampelli (2010)[140] și-au exprimat îndoielile cu privire la introducerea principiilor IAS/IFRS în legislația europeană și la posibilitatea de a înlocui costul istoric cu noul concept de valoare justă, ridicând îndoieli serioase în ceea ce privește capacitatea de a îmbunătăți caracterul semnificativ al informațiilor prezentate în situațiile financiare.

Trecerea de la o contabilitate istorică bazată pe costuri la una bazată pe valori de piață a fost discutată în ultimele decenii, astfel valoarea justă a fost considerată „un adevărat scut", „o revoluție în contabilitate", prin care toate dezavantajele utilizării altor baze de evaluare ar fi depășite, în special cea bazată pe costul istoric care a devenit pentru unii dintre susținătorii valorii juste „o imagine a trecutului" care nu oferă soluții la problema variațiilor de preț și care nu poate fi o bază credibilă conform căreia utilizatorii să poată lua decizii eficiente[141].

Următorul salt în evoluția evaluării contabile a fost reprezentat de introducerea criteriului valorii juste și ulterior definitivarea lui în cadrul unui singur standard internațional de contabilitate, respectiv IFRS 13.

IFRS 13 a fost publicat pentru prima dată în mai 2011 și se aplică perioadelor anuale de raportare care încep la sau după 1 ianuarie 2013. *Acest standard reprezintă rezultatul eforturilor comune ale IASB și a FASB de a dezvolta un cadru convergent privind măsurarea valorii juste*.

Valoarea justă este un instrument utilizat pe scară largă în situațiile financiare întocmite în conformitate cu principiile IAS/IFRS, al cărui scop principal este de a furniza informații adecvate privind poziția financiară și performanța economică a companiei pentru o gamă largă de utilizatori din cadrul grupului, pentru fundamentarea proceselor de luare a deciziilor economice.

---

[139] FASB. (2023). Statement of financial accounting standards no. 157: fair value measurements, disponibil la https://www.fasb.org/, accesat la data de 12.01.2023.

[140] Strampelli, G., (2010). "*Gli IAS/IFRS dopo la crisi: alla ricerca dell'equilibrio tra regole contabili non prudenziali e tutela della stabilità patrimoniale della società*", Rivista dell"associazione ODC in "il Diritto commerciale europeo di fronte alla crisi" del 29/01/2010.

[141] Ene, G.S., Chilarez, D., Dindire, L.M., (2014). "*Relevance and credibility of the fair value measurement during the o crisis*", Procedia Economics and Finance, 1st International Conference 'Economic Scientific Research - Theoretical, Empirical and Practical Approaches', ESPERA 2013, 8, 306 – 312.

Scanned with OKEN Scanner

În ultima vreme, presiunea exercitată de investitori şi voinţa organismelor de reglementare contabilă au determinat o transformare a modelului contabil tradiţional, care se baza pe costul istoric, într-un model contabil bazat pe valoarea justă (valoarea curentă), care satisface nevoia de *„maximizare a valorii acţionarilor"*.

Astfel, adoptarea evaluării la valoarea justă a determinat o nouă direcţie de gândire în ceea ce priveşte măsurarea valorii în contabilitatea corporativă, respectiv la o adevărată „revoluţie contabilă" sau naşterea unui „nou sistem contabil".

Poziţia IASB cu privire la valoarea justă este prezentă în mai multe seturi de IAS (Standarde Internaţionale de Contabilitate) şi IFRS (Standarde Internaţionale de Raportare Financiară) emise de-a lungul timpului. Standardele menţionate se referă la anumite active sau operaţiuni/tranzacţii care necesită estimarea valorii lor juste. Din acest punct de vedere, necesitatea introducerii IFRS 13 au fost reprezentate, în principal, de faptul că evaluarea la valoarea justă era dispersată în mai multe standarde internaţionale de contabilitate (ne referim aici la IAS 16, IAS 36, IAS 39, IAS 40, IAS 41, IFRS 2, IFRS 7, IFRS 9 etc.) [142].

De asemenea, IFRS 13 aduce clarificări în ceea ce priveşte definiţia valorii juste, factorii pe care entităţile trebuie să îi ia în considerare în evaluarea valorii juste şi există precizări specifice pentru: (a) active nonfinanciare, (b) datorii, (c) instrumente de capital şi (d) instrumente financiare[143].

Din perspectiva IFRS 13, considerăm faptul că IASB şi-a propus ca prin intermediul acestuia să aducă clarificări sub următoarele aspecte[144]:

a) să creeze un standard care să constituie o sursă unică de îndrumare care să servească drept bază pentru stabilirea echitabilului valorii cerute sau permise de seturile existente de IFRS;

b) să ofere clarificări în ceea ce priveşte definirea valorii juste şi să ofere o mai bună îndrumare cu privire la obiectivele unei astfel de evaluări;

c) să asigure o înţelegere mai exactă a valorii juste, astfel încât utilizatorii situaţiilor financiare să poată face acest lucru, să recunoască măsura în care valoarea justă este utilizată şi să fie informaţi despre datele de intrare utilizate pentru estimarea valorii juste.

Standardul valorii juste (IFRS 13) este singurul standard care vorbeşte în detaliu despre măsurarea valorii juste, iar emiterea lui a avut la bază două motive: *primul motiv* se referă la insistenţa IASB de a emite un standard care defineşte valoarea justă, *celălalt motiv* se referă la coincidenţa dialogului asupra acestui standard cu criza financiară globală şi încercarea părţilor relevante de a o rezolva[145].

O altă noutate importantă pe care o propune IFRS 13 este schimbarea definiţiei valorii juste faţă de modul în care a fost definită în standardul IAS 39. Astfel, în conformitate cu IFRS 13, valoarea justă este o evaluare dependentă de piaţă, mai degrabă decât o evaluare specifică companiei, ceea ce înseamnă că entităţile vor trebui să ia în considerare impactul riscului lor de

---

[142] Ene, G.S., Chilarez, D., Dindire, L.M., (2014). *"Relevance and credibility of the fair value measurement during the o crisis, Procedia Economics and Finance"*, 1st International Conference 'Economic Scientific Research - Theoretical, Empirical and Practical Approaches', ESPERA 2013, 8, 306 – 312.

[143] Standardul Internaţional de Raportare Financiară 13 Evaluarea la valoarea justă, disponibil la https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.europarl.europa.eu%2FRegData%2Fdocs_autres_institutions%2Fcommission_europeenne%2Fcomitologie%2Frps%2F2012%2FD020962-01%2FCOM-AC_DRC(2012)D020962-01(ANN3)_RO.doc&wdOrigin=BROWSELINK, accesat la data de 13.08.2023.

[144] Diana, C. I. (2015). *"Fair value measurement under IFRS 13"*, Annals of the Constantin Brâncuşi University of Târgu Jiu, Economy Series, Issue 3/2015.

[145] Hameed, A. J., Shareef, A. S., Shaban, S. I. (2022). *"Effect of Fair Value Based on IFRS 13 on the Qualitative Characteristics of Accounting Information: An Exploratory Study in the Iraqi Environment"*. Journal of Cases on Information Technology (JCIT), 24(2), 1-12.

Scanned with OKEN Scanner

credit atunci când evaluează valoarea justă a unei anumite datorii, deoarece aceasta reflectă impactul riscului de nerambursare al acestora.

Introducerea IFRS 13 reglementează în mod uniform reglementările internaționale privind valoarea justă, finalizând proiectul de convergență a standardelor internaționale de contabilitate IAS/IFRS cu standardele de contabilitate americane (GAAP) emise de FASB[146].

Valoarea justă este definită de către Financial Accounting Standards Board (FASB) în SFAS 157 şi de către IFRS 13 ca fiind *„prețul care ar fi primit pentru a vinde un activ sau plătit pentru a transfera o datorie într-o tranzacție ordonată între participanții de pe piață la data evaluării"*[147], iar Consiliul pentru standarde internaționale de contabilitate (IASB) folosește această definiție textuală în proiectul său de evaluare a valorii juste[148].

Erb şi Pelger (2015) consideră extinderea utilizarii criteriului valorii juste în contabilitate drept un principiu motivator şi cvasi-filosofic al IASB şi FASB[149].

În ceea ce privește definiția valorii juste subliniem faptul că înainte de implementarea IFRS 13, valoarea justă era definită ca fiind "*suma la care poate fi tranzacționat un activ sau decontată o datorie între părți în cunoștință de cauză într-o tranzacție în care prețul este determinat obiectiv*"[150]. Această definiție prezenta limite evidente legate în special de următoarele aspecte:

- **nu se specifica dacă entitatea dorește să cumpere sau să vândă activul;**
- **era neclar ce înseamnă noțiunea de a fi "decontată";**
- **nu se preciza dacă era vorba sau nu de o valoare bazată pe piață;**
- **nu se preciza cu exactitate momentul când trebuia sa aibă loc schimbul sau decontarea.**

Figura 1.13. Limite ale valorii juste înainte de implementarea IFRS 13
Sursa: Prelucrare după IFRS 13 (CECCAR)[151]

Odată cu implementarea valorii juste se aduc precizări importante, plecând de la neajunsurile semnalate anterior, legate în primul rând de definiția valorii juste.

Prin urmare, valoarea justă se stabilește pe piața principală, iar dacă nu există piață principală standardul lărgește aria de aplicabilitate a acesteia precizând faptul că evaluatorii pot apela, *în cazul în care nu există piața principală, pe piața cea mai avantajoasă.*

Piața principală este piața în care se tranzacționează cel mai mare volum şi nivel de activitate pentru activul sau datoria subiect al evaluării. De asemenea, piața principală este cea pe care s-ar obține o valoare maximă pentru vânzarea activului sau pe care s-ar obține cea mai

---

[146] Chiapello, E. (2015). "*Financialisation of valuation*", Human Studies, 38 (1) (2015), pp. 21.
[147] FASB. (2023). Statement of financial accounting standards no. 157: fair value measurements, disponibil la https://www.fasb.org/, accesat la data de 12.01.2023.
[148] IFRS Foundation 2022 (International Financial Reporting Standards), International Accounting Standards Board (IASB), disponibil la https://www.ifrs.org/groups/international-accounting-standards-board/, accesat la data de 10.02.2022.
[149] Erb, C., Pelger, C. (2015). *"Twisting words? A study of the construction and reconstruction of reliability in financial reporting standard-setting"*, Accounting, Organizations and Society, 40, pp. 13-40
[150] CECCAR, IFRS 13 Evaluarea la valoarea justă disponibil la https://ceccar.ro/ro/wp-content/uploads/2013/03/IFRS-13.pdf, accesat la data de 15.08.2021.
[151] Ibidem.

Scanned with OKEN Scanner

mică valoarea plătită pentru transferul datoriei, după ce s-au luat în calcul costurile tranzacției și costurile de transport[152].

Zhang și Andrew (2014)[153] au considerat că această "financiarizare" sau "marketizare" în contabilitate se reflectă în declarațiile de deschidere ale IFRS 13 „*Evaluarea la valoarea justă:* „Valoarea justă este o evaluare bazată pe piață, nu o evaluare specifică unei entități"[154].

Având în vedere că adoptarea IFRS 13 implică responsabilitatea țărilor care aplică acest standard de a dezvolta structuri instituționale care să faciliteze evaluarea elementelor folosind evaluarea la valoarea justă, implementarea unui astfel de standard poate reprezenta, în optica autorului Oyewo, B. (2020) o condiție *sine qua non* pentru realizarea deplină a beneficiilor socio-economice ale aplicării contabilității la valoare justă[155].

Tot IFRS 13 aduce precizări importante legate și de factorii pe care entitățile trebuie să îi ia în considerare în evaluarea valorii juste, astfel:

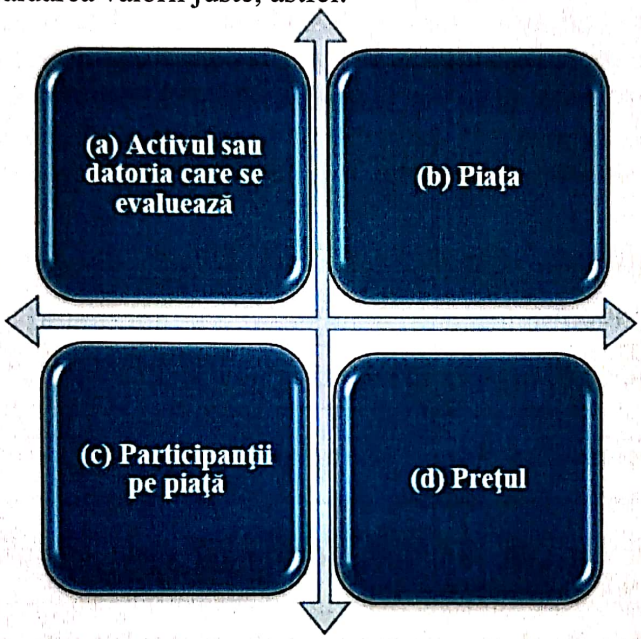


Figura 1.14. Factorii determinanți în evaluarea valorii juste conform IFRS 13
Sursa: Prelucrare după IFRS 13 (CECCAR)[156]

Cu toate că utilizarea valorii juste prezintă avantajele enumerate mai sus, autorul Cacciamani (2014)[157] identifică și câteva aspecte critice, precum:

---

[152] Standardele de evaluare a bunurilor, ANEVAR, București, ediția 2022, Standardul de evaluare – *SEV 430 Evaluări pentru raportarea financiară*, disponibil la adresa https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 30.06.2023.

[153] Zhang, Y., Andrew, J. (2014). *"Financialisation and the conceptual framework"*, Critical Perspectives on Accounting, 25 (1), pp. 17-26

[154] Sawai, K., Taguchi, S. (2023). *"Unintended consequences of fair value's market-based definition"*, ITEC Working Paper disponibil la https://itec.doshisha.ac.jp/attach/page/ITEC-PAGE-JA-48/174862/file/23-01.pdf, accesat la data de 14.07.2023.

[155] Oyewo, B. (2020). *"Post-implementation challenges of fair value measurement (IFRS 13): Some empirical evidence"*. African Journal of Economic and Management Studies, 11(4), 587-607.

[156] CECCAR, IFRS 13 Evaluarea la valoarea justă disponibil la https://ceccar.ro/ro/wp-content/uploads/2013/03/IFRS-13.pdf, accesat la 15.08.2021.

[157] Cacciamani, U. (2014). "*L'utilizzo del fair value nei principi contabili nazionali e internazionali*", Schemi di analisi, disponibil la https://www.odcec.roma.it/images/file/FPC_Materiale_didattico_2014/1%20-%20141014_U_Cacciamani_Fair%20value%20negli%20ITAGAAP+IFRS_DEF.pdf, accesat la data de 04.05.2021.

Scanned with OKEN Scanner

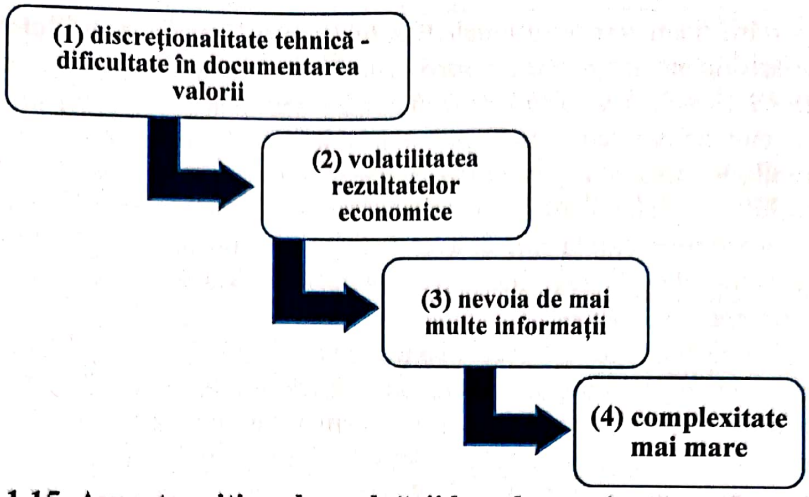

(1) discreționalitate tehnică - dificultate în documentarea valorii
(2) volatilitatea rezultatelor economice
(3) nevoia de mai multe informații
(4) complexitate mai mare

Figura 1.15. Aspecte critice ale evaluării la valoarea justă conform IFRS 13
Sursa: Adaptare după Cacciamani (2014)

În acord cu studiul realizat de Cacciamani, şi alte studii au surprins fragilitatea dihotomiei *piață/companie* în contextul practicilor contabile financiare contemporane. Studiul realizat de Barker şi Schulte (2017) arată că pentru anumite active nefinanciare, perspectiva de piață proclamată a valorii juste nu poate fi implementată pe deplin de către cei care elaborează situațiile financiare, care consideră că este necesar să aplice ipoteze specifice companiei[158].

În acest sens, în elaborarea situaţiilor financiare, companiile întâmpină dificultăți chiar şi în a distinge clar perspectiva de piață de perspectiva specifică companiei. Hayoun (2019) este de părere că practicile organismelor de reglementare în aplicarea IFRS 13 au fost considerate a fi expeditive, instabile şi, în cele din urmă, în contradicție cu perspectiva de piață proclamată de standard şi "în dezacord cu ideea de valoare justă dorită în IFRS 13"[159].

Provocările legate de aplicarea IFRS 13 includ preocupări cu privire la costul determinării valorii juste, subiectivitatea inerentă a măsurilor de valoare justă şi dificultatea practică de a calcula valorile juste atunci când pieţele nu sunt eficiente sau în care mediile de afaceri sunt complexe şi dinamice şi în cazul în care datele de nivel 1 nu sunt disponibile pe scară largă pentru toate activele şi pasivele. Aceste provocări încurajează companiile să elaboreze politici contabile, care să minimizeze utilizarea valorii juste sau să aplice în mod legal prevederile IFRS 13[160].

În mod similar, dar cu accent pe utilizatorii situaţiilor financiare, Hayoun (2019) ilustrează modul în care investitorii şi analiştii sunt precauți în ceea ce priveşte evaluarea la preţul de piață şi, de fapt, sunt implicați în evaluări diferite ale cifrelor valorii juste, luând în considerare modul specific al companiei în care afacerea a performat, în disonanță cu modul în care valoarea justă este prezentată de către organismul de standardizare[161].

Măsurarea valorii juste este promovată din ce în ce mai mult de către organismele de reglementare contabilă prin standardele pe care le emit, prognozând pe termen lung o scădere

---

[158] Barker, R., Schulte, S., (2017). *Representing the market perspective: Fair value measurement for non-financial assets,* Accounting, Organizations and Society, 56 (2017), pp. 55-67.

[159] Hayoun, S. (2019). *How fair value is both market-based and entity-specific: The irreducibility of value constellations to market prices,* Accounting Organizations and Society, Volume 73, Page 68-82, DOI10.1016/j.aos.2018.05.013.

[160] Nugraheni, B. L. Y., Cummings, L. S., Kilgore, A. (2022). *"The localised accounting environment in the implementation of fair value accounting in Indonesia"*. Qualitative Research in Accounting & Management, 19(4), 416-440.

[161] Hayoun, S. (2019). *How fair value is both market-based and entity-specific: The irreducibility of value constellations to market prices,* Accounting Organizations and Society, Volume 73, Page 68-82, DOI10.1016/j.aos.2018.05.013.

Scanned with OKEN Scanner

a importanței raportării financiare tradiționale bazate pe costul istoric, în paralel cu o creștere a importanței raportării financiare pe baza valorii juste[162].

Conform IFRS 13 valoarea justă este o măsurare legată de piața companiei, astfel încât pentru evaluarea unor active sau datorii pot exista informații de referință disponibile sau tranzacții observabile pe piață, dar pentru alte active și datorii, pot să nu existe tranzacții sau informații observabile pe piețe. Totuși, obiectivul evaluărilor la valoarea justă este același în ambele cazuri - de a estima prețul la care ar avea loc o tranzacție comună pentru vânzarea unui activ sau transferul unei datorii, folosind o altă tehnică de evaluare care utilizează cele mai relevante date de intrare observabile.

Deoarece valoarea justă este o evaluare bazată pe piață, aceasta trebuie efectuată utilizând ipotezele pe care participanții de pe piață le-ar folosi pentru a determina valoarea unui activ sau a unei datorii, inclusiv ipoteze privind riscul. Prin urmare, atunci când se evaluează valoarea justă, intenția companiei nu este relevantă de a deține un activ sau de a stinge sau plăti o datorie în niciun fel[163]. Cu toate acestea, IFRS 13 stipulează că societățile ar trebui, în primul rând, să se bazeze pe evaluarea valorii juste.

Rezultatele studiului lui Ramli și colab. (2021)[164] au arătat că problemele în implementarea măsurării valorii juste au fost legate de *relevanța măsurării și ierarhia nivelului de măsurare a valorii juste.*

Având în vedere că valoarea justă este o modalitate de evaluare a activelor și pasivelor care apar în bilanțul unei companii, există în acest sens *trei niveluri de măsurare a valorii juste*: *Nivelul 1* se referă la cazurile în care *prețurile de piață pentru active sau pasive identice sunt ușor disponibile de pe piețele active* (de exemplu, prețul acțiunilor la data bilanțului), *Nivelul 2* se referă la cazurile în care prețurile ipotetice ale pieței trebuie estimate pe baza *datelor de intrare observabile* (de exemplu, prețul pe metru pătrat pentru clădiri similare), iar *Nivelul 3* implică estimarea bazată pe *intrări neobservabile* (de exemplu, fluxurile de numerar preconizate)[165, 166].

În cazul în care sunt disponibile prețuri cotate pe piețe active pentru active sau pasive identice, acestea trebuie să fie utilizate ca măsurători pentru valoarea justă (date de intrare de nivel 1). În caz contrar, trebuie utilizate datele de intrare de nivel 2 sau de nivel 3. Nivelul 2 se aplică în cazurile pentru care există date observabile, care includ prețurile cotate pentru active sau pasive similare pe piețe active, prețurile cotate pentru active identice sau similare pe piețe inactive și alte date de piață relevante. Datele de nivel 3 sunt date neobservabile (de exemplu, ipoteze ale modelului). Acestea ar trebui să fie utilizate pentru a obține o valoare justă dacă nu sunt disponibile date observabile, ceea ce se numește în mod obișnuit abordarea "mark-to-model"[167].

Figura următoare rezumă principalele caracteristici ale evaluării la valoarea justă în conformitate cu IFRS 13.

---

[162] Diana, C. I. (2015). *"Fair value measurement under IFRS 13"*, Annals of the Constantin Brâncuși University of Târgu Jiu, Economy Series, Issue 3/2015.

[163] Ene, G.S., Chilarez, D., Dindire, L.M., (2014). *"Relevance and credibility of the fair value measurement during the o crisis, Procedia Economics and Finance"*, 1st International Conference 'Economic Scientific Research - Theoretical, Empirical and Practical Approaches', ESPERA 2013, 8, 306 – 312.

[164] Ramli, N. M., Rahman, A. R. A., Marzuki, A., Marzuki, M. M. (2021). *"Implementation of IFRS 13 Fair value measurement: Issues and Challenges faced by the Islamic Financial Institutions in Malaysia"*. Jurnal Pengurusan, 63(2021) 51 – 60.

[165] Ronen, J. (2008). *"To Fair Value or Not to Fair Value: A Broader Perspective"*, ABACUS, Vol. 44, No. 2, 2008, https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2008.00257.

[166] Sundgren, S., (2013). *"Is fair value accounting really fair? A discussion of pros and cons with fair value measurement*, LTA 3 – 4 / 1 3, p. 245.

[167] Laux, C., Leuz, C., (2009). *"The crisis of fair-value accounting: making sense of the recent debate"*, Accounting, Organizations and Society, 34 (6–7), pp. 826-834

Scanned with OKEN Scanner

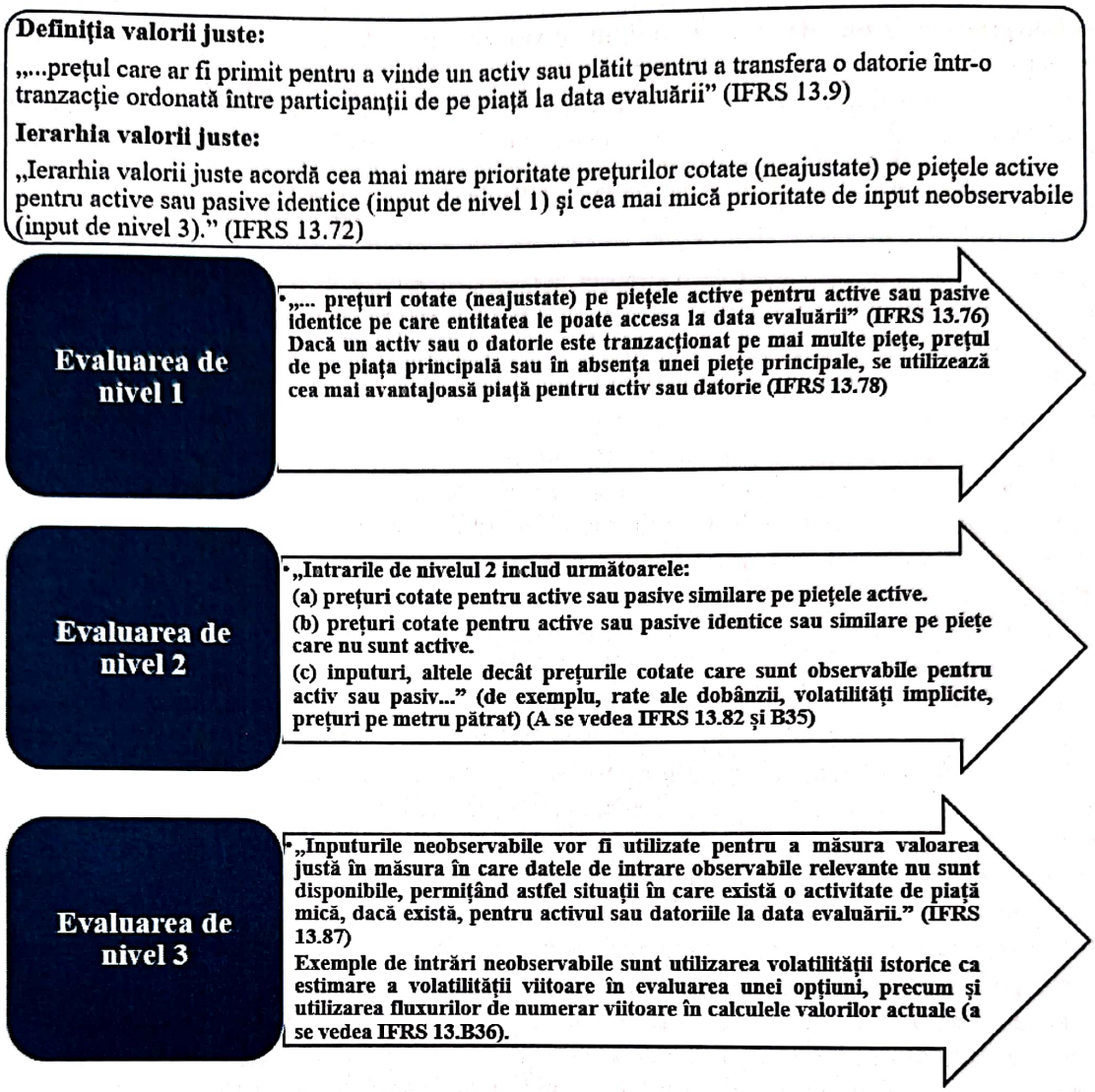

Definiția valorii juste:
„...prețul care ar fi primit pentru a vinde un activ sau plătit pentru a transfera o datorie într-o tranzacție ordonată între participanții de pe piață la data evaluării" (IFRS 13.9)
Ierarhia valorii juste:
„Ierarhia valorii juste acordă cea mai mare prioritate prețurilor cotate (neajustate) pe piețele active pentru active sau pasive identice (input de nivel 1) și cea mai mică prioritate de input neobservabile (input de nivel 3)." (IFRS 13.72)
Evaluarea de nivel 1
„... prețuri cotate (neajustate) pe piețele active pentru active sau pasive identice pe care entitatea le poate accesa la data evaluării" (IFRS 13.76) Dacă un activ sau o datorie este tranzacționat pe mai multe piețe, prețul de pe piața principală sau în absența unei piețe principale, se utilizează cea mai avantajoasă piață pentru activ sau datorie (IFRS 13.78)
Evaluarea de nivel 2
„Intrarile de nivelul 2 includ următoarele:
(a) prețuri cotate pentru active sau pasive similare pe piețele active.
(b) prețuri cotate pentru active sau pasive identice sau similare pe piețe care nu sunt active.
(c) inputuri, altele decât prețurile cotate care sunt observabile pentru activ sau pasiv..." (de exemplu, rate ale dobânzii, volatilități implicite, prețuri pe metru pătrat) (A se vedea IFRS 13.82 și B35)
Evaluarea de nivel 3
„Inputurile neobservabile vor fi utilizate pentru a măsura valoarea justă în măsura în care datele de intrare observabile relevante nu sunt disponibile, permițând astfel situații în care există o activitate de piață mică, dacă există, pentru activul sau datoriile la data evaluării." (IFRS 13.87)
Exemple de intrări neobservabile sunt utilizarea volatilității istorice ca estimare a volatilității viitoare în evaluarea unei opțiuni, precum și utilizarea fluxurilor de numerar viitoare în calculele valorilor actuale (a se vedea IFRS 13.B36).

Figura 1.16. Un rezumat al evaluării la valoarea justă conform IFRS 13

Sursa: Adaptare după IFRS 13[168]

În același context, Rizki și Mita (2021) au analizat relevanța valorii juste după adoptarea IFRS 13, care se concentrează pe valoarea justă a activelor financiare pentru toate cele trei (3) niveluri ale ierarhiei valorii juste, având ca și eșantion companiile listate în țările ASEAN, și anume Indonezia, Malaezia, Singapore și Filipine. Perioada de observare a fost de doi ani, un an înainte și după adopție în fiecare țară, iar rezultatele au arătat că valoarea justă de nivelul 3 este mai relevantă după implementarea IFRS 13[169].

Totodată, Mahieux (2023), examinează în mod specific modul în care reglementarea prudențială, menită să rezolve problemele agenților afectează stimulentele instituțiilor financiare de a utiliza raportarea la valoarea justă de nivelul 2 față de nivelul 3, precum și stabilitatea financiară. În mod primordial, raportarea de nivel 3 permite instituțiilor financiare

---

[168] 274. Standardul Internațional de Raportare Financiară 13 Evaluarea la valoarea justă, disponibil la https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.europarl.europa.eu%2FRegData%2Fdocs_autres_institutions%2Fcommission_europeenne%2Fcomitologie%2Frps%2F2012%2FD020962-01%2FCOM-AC_DRC(2012)D020962-01(ANN3)_RO.doc&wdOrigin=BROWSELINK, accesat la data de 13.08.2023.

[169] Rizki, A., Mita, A. F. (2021). *"The relevance of fair value after the adoption of IFRS 13: fair value measurement and the role of audit committee"*. International Journal of Monetary Economics and Finance, 14(4), 297-305.

Scanned with OKEN Scanner

să-şi folosească informaţiile private, în timp ce valorile juste de nivel 2 sunt măsurate doar cu informaţii publice. Analiza autorului mai sus menţionat, arată că autorităţile de reglementare pot lăsa instituţiilor financiare libertatea de a raporta activele nelichide la Nivelul 2 sau Nivelul 3. Instituţiile financiare raportează ulterior la Nivelul 3 numai dacă au informaţii private optime despre calitatea activelor. În plus, regulile prudenţiale care se bazează doar pe valorile juste de Nivel 2 pot fi eficiente în rezolvarea problemelor agenţiei din cadrul instituţiilor financiare, dar pot, de asemenea, să scadă stabilitatea financiară. În schimb, regulile prudenţiale care lasă instituţiilor financiare libertatea de a raporta activele nelichide la nivelul 2 sau la nivelul 3, relaxând în acelaşi timp cerinţele de capital, pot creşte stabilitatea financiară[170].

În ceea ce priveşte evaluarea la valoarea justă, SEV 430 Evaluări pentru raportarea financiară[171] se precizează faptul că IFRS 13 impune ca, în situaţiile financiare, *să fie menţionat nivelul din ierarhia prezentată anterior pentru orice active sau datorii care sunt evaluate la valoarea justă.* Din acest punct de vedere, în cadrul unui raport de evaluare pentru o companie cotată, care aplică IFRS în raportarea financiară, standardul de evaluare SEV 430, secţiunea G5, precizează că acesta trebuie să conţină suficiente informaţii legate de datele de intrare folosite în evaluare pentru ca entităţile să poată încadra în manieră corectă activele în cadrul ierarhiei prezentată în figura de mai sus.

Al-Jubouri şi colab. (2022) au investigat rolul aplicării şi utilizării Standardului de Raportare Financiară (IFRS) 13 în îmbunătăţirea calităţii situaţiilor financiare prin furnizarea de informaţii contabile caracterizate de corectitudine în reprezentarea situaţiilor financiare, precum şi impactul rapoartelor financiare bazate pe IFRS13 cu privire la acurateţea, caracterul adecvat şi fiabilitatea datelor şi informaţiilor financiare furnizate utilizatorilor situaţiilor financiare. Aceştia au arătat că măsurarea şi dezvăluirea utilizând IFRS 13 are un efect pozitiv asupra calităţii situaţiilor financiare şi este considerată o necesitate absolută pentru viitorul previzibil, în lumina ratelor în creştere ale inflaţiei, a fluctuaţiilor preţurilor şi a progreselor tehnologice rapide[172].

Standardul IFRS 13 cere ca valoarea justă să fie măsurată pe baza unui preţ de ieşire la data evaluării, de la perspectiva unui participant pe piaţă care deţine activul sau pasivul dat, şi nu se bazează pe preţul său de intrare sau preţul tranzacţiei, folosind mai multe concepte cheie. Evaluatorii trebuie să înţeleagă aceste concepte şi modul în care interacţionează, unele dintre ele referindu-se la piaţa principală (sau la cea mai avantajoasă piaţă), la cea mai înaltă şi cea mai bună utilizare a activelor nefinanciare, alegând şi utilizând cele mai bune tehnici de măsurare, ierarhia valorii juste. De asemenea, evaluatorii trebuie să înţeleagă teoria şi principiile de măsurare a valorii pentru a se asigura că măsurarea lor a valorii juste este în conformitate cu standardele de contabilitate. În baza acestor considerente, putem concluziona că IFRS 13 asigură un cadru unic pentru măsurarea valorii juste şi sprijină măsurarea valorii juste pe baza informaţii de piaţă, în loc să permită companiei să-şi efectueze măsurarea specifică, dar nu furnizează soluţii practice care pot fi aplicate procesului de evaluare a valorii juste.

În vederea îndeplinirii obiectivului stabilit, în această secţiune, în cele ce urmează ne vom focaliza atenţia asupra clarificărilor aduse de către standardele de evaluare a bunurilor.

---

[170] Mahieux, L. (2023). "Fair value accounting, illiquid assets, and financial stability". Management Science.

[171] Standardele de evaluare a bunurilor, ANEVAR, Bucureşti, ediţia 2022, Standardul de evaluare – *SEV 430 Evaluări pentru raportarea financiară*, secţiunea G5, disponibil la adresa https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 30.06.2023.

[172] Al-Jubouri, A. H., al-Tamimi, A. M. S. (2022). *"The Impact Of Adoption the Financial Reporting Standard IFRS 13 (Fair Value Measurement) On The Quality Of Financial Statements Information"*. Akkad Journal Of Contemporary Accounting Studies, 2(3), 121-161.

Scanned with OKEN Scanner

Astfel, Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, alocă câteva clarificări importante criteriului valorii juste, astfel în cadrul SEV 104 "Tipuri ale valorii", paragraful 90, valoarea justă în accepțiunea IFRS *este încadrată în categoria alte tipuri ale valorii*[173].

Din această perspectivă, SEV 104 precizează că definiția valorii juste conform IFRS 13 se aplică în scopul raportării financiare. Dintr-un alt unghi de vedere, în SEV 104 este precizat faptul că valoarea justă conform IFRS 13, este coerentă, în general, cu conceptul de valoare de piață, așa cum aceasta este definită și comentată în SEV 104.

De asemenea, *mai ales în scopuri practice*, Standardul de evaluare SEV 430 *Evaluări pentru raportarea financiară*[174], menționează faptul că *valoarea de piață,* conform SEV 104, reprezintă "*suma estimată pentru care un activ sau o datorie ar putea fi schimbat(ă) la data evaluării, între un cumpărător hotărât și un vânzător hotărât, într-o tranzacție nepărtinitoare, după un marketing adecvat și în care părțile au acționat fiecare în cunoștință de cauză, prudent și fără constrângere*", îndeplinește cerința de evaluare la *valoarea justă* conform IFRS 13, supusă unor ipoteze specifice cerute de către standardul de contabilitate, cum ar fi stipulările privind unitatea de cont, ignorarea restricțiilor de vânzare sau factorul de blocaj.

În opinia noastră, considerăm că nu putem să punem întotdeauna semnul de egalitate între valoarea justă, în înțelesul IFRS 13 și valoarea de piață, de la care se pleacă în stabilirea valorii juste, în înțelesul SEV 104.

În altă ordine de idei, considerăm că se impune o unificare a înțelesului valorii juste, între standardele de evaluare a bunurilor și standardele de contabilitate. Datorită importanței și a implicațiilor care derivă din aceste diferențe de înțelegere sub aspect conceptual, aceasta dihotomie va reprezenta subiectul unei întrebări specifice adresate evaluatorilor de întreprinderi(EI) din România, membri ANEVAR, în capitolul 3, al lucrării de față.

1.5. Concluzii rezumative

Procesul de evaluare a companiilor a devenit, în ultimii ani, un câmp de cercetare extrem de important, deoarece acesta a trebuit să se adapteze noilor realități și factori care îl influențează.

Ne referim aici la impactul globalizării asupra afacerilor și implicit a modificărilor intervenite în structura afacerilor (dezvoltarea comerțului electronic, dezvoltării criptomonedelor, adoptarea de către companii a tehnologiilor de inteligență artificială etc.), dar și a efectelor crizei sanitare generate de virusul SARS-CoV-2 (COVID 19) asupra companiilor.

Prin urmare, considerăm că globalizarea afacerilor impune o armonizare a Standardelor Internaționale de Evaluare (IVS), precum și efort susținut al autorităților de reglementare în această direcție.

Cu toate că s-au făcut pași importanți în acest sens prin emiterea Standardelelor Internaționale de Evaluare (IVS), considerăm că acestea conțin încă problematici nesoluționate, care vor impune efectuarea de noi cercetări și soluții viitoare.

De asemenea, în optica noastră, activitatea de evaluare a companiilor, va avea un rol foarte important, deoarece foarte multe entități care au înregistrat pierderi deosebit de mari sau altele chiar au falimentat vor trebui să fie evaluate în încercarea de a identifica punctele lor

---

[173] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, ediția 2022, Standardul de evaluare – *SEV 104 Tipuri ale valorii,* paragraful 90, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 30.06.2023.

[174] Standardele de evaluare a bunurilor, ANEVAR, București, ediția 2022, Standardul de evaluare – *SEV 430 Evaluări pentru raportarea financiară*, disponibil la adresa https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 30.06.2023.

Scanned with OKEN Scanner

nevralgice şi de a găsi cele mai bune strategii pentru atenuarea acestora şi salvarea lor sau evaluarea acestora în cadrul procedurii de lichidare.

Sub alt aspect, analiza efectuată a scos în evidenţă faptul că părţile interesate sunt din ce mai mult preocupate de dezvoltarea sustenabilă a companiei, decât de nişte rezultate strict financiare. Din aceste considerente, considerăm că se impune găsirea de noi metode de evaluare prin care să se poată evalua capacitatea companiei de a se dezvolta în viitor, într-o manieră sustenabilă. Prin urmare, se impune evaluarea iniţiativelor de responsabilitate social corporativă (CSR) şi indicatorilor nefinanciari în aprecierea performanţei şi valorii globale a companiilor.

În ceea ce priveşte definirea procesului de evaluare a companiei, suntem de părere că această activitate se caracterizează prin flexibilitate şi versatilitate şi se impune a fi adaptată în funcţie de tipurile de companii şi pe etape specifice de dezvoltare, în funcţie de factorii determinanţi ai evaluării şi de cerinţele impuse evaluatorilor.

Considerăm că acestă flexibilitate şi versatilitate a procesului poate aduce beneficii importante pentru companii şi părţile interesate de evaluare, dar în acelaşi timp, pot reprezenta factori care stagnează procesul de armonizare a evaluărilor, urmărit de către IVS.

Analiza critică a literaturii de specialitate în ceea ce priveşte evoluţia procesului de evaluare şi identificarea factorilor care impun necesitatea evaluărilor, a scos în evidenţă faptul că această activitate a evoluat, cum era şi firesc, în aceeaşi direcţie, cu evoluţia afacerilor.

Din acest punct de vedere, considerăm că un factor generator de evoluţie l-a reprezentat procesul de globalizare şi de internaţionalizare a afacerilor, precum şi tendinţa din ce în ce mai mare a companiilor de a se dezvolta din exterior, mai ales pentru companiile care activează în sistemul contabil anglo-saxon, în care finanţarea activităţii companiilor are loc prin intermediul pieţei de capital. Din acest ultim punct de vedere, considerăm că intervenţia puternică a investitorilor instituţionali pe pieţele financiare (fonduri mutuale, bănci, companii de asigurări etc.) reprezintă un alt factor de evoluţie a procesului, datorită cerinţelor din ce în ce mai mari şi mai eterogene de informaţie contabilă a acestor părţi interesate.

Tot în acest sens, menţionăm şi rolul organismelor de reglementare a IFRS şi a IVS în direcţia actualizării reglementărilor lor la ultimile tendinţe din lumea afacerilor.

Considerăm că astăzi părţile interesate de evaluare nu se mai mulţumesc doar cu obţinerea unor informaţii strict financiare şi de natură statică, eventual care se referă strict la indicatori financiari aferenţi unor perioade trecute (ne gândim aici la informaţiile din situaţile financiare anuale), ci solicită şi evaluarea impactului indicatorilor nefinanciari asupra valorii companiei şi care să fie utilizaţi în analizele de previziune şi în procesul decizional.

Din acest punct de vedere, părţile interesate manifestă, în prezent, o presiune spasmodică asupra companiilor sub aspectul iniţiativelor de CSR şi a impactului acestora asupra valorii şi sustenabilităţii companiei. Prin urmare, activitatea de evaluare a evoluat spre o activitate pe baza căreia investitorii actuali şi potenţiali pot aprecia dacă compania în care au investit va avea o dezvoltare sustenabilă.

Din punctul de vedere al configuraţiilor capitalului, apreciem faptul că capitalul corporativ poate să ia diferite configuraţii în funcţie de procesul de evaluare adoptat şi de scopul sau estimarea capitalului. Din acest punct de vedere am observat un grad ridicat de armonizare a conceptelor de capital din punctul de vedere al IFRS, IVS şi a reglementărilor naţionale.

Sub raportul clarificării noţiunilor de valoare şi preţ din perspectiva evaluării afacerii, conform legislaţiei naţionale şi internaţionale incidente domeniului evaluării, analiza noastră a reliefat faptul că valoarea teoretică şi preţul nu pot coincide decât într-o lume ideală, în care există o simetrie completă a informaţiilor, o mobilitate a capitalului, precum şi absenţa conflictelor de interese.

Considerăm că cele două valori diferă aproape întotdeauna din cauza mai multor factori, cum ar fi: puterea de negociere a părţilor contractante, interesele lor economice, beneficiile de perspectivă, capacitatea comercială, condiţiile de plată şi clauzele contractuale, prezenţa

Scanned with OKEN Scanner

asimetriilor informaționale, pozițiile diferite ale părților contractante, interese economice, motive extra-economice, interese de tip personal în cadrul negocierilor.

De asemenea, capitalul economic și prețul efectiv de vânzare sunt influențate de două categorii de fenomene, și anume: fenomene externe (generale și de sector) și fenomene interne (situația patrimonială, financiară și de rentabilitate).

Având în vedere aspectele menționate anterior, suntem de acord că în procesul de evaluare există o anumită relativitate a valorii/prețului și că valoarea unei companii (valoarea capitalului economic) nu poate fi considerată o companie absolută și determinabilă în mod unic, ci o valoare relativă, în funcție de obiectivul urmărit în procesul de evaluare.

Pentru a testa evoluția conceptului de evaluare, respectiv tranziția de la conceptul de valoare economică a capitalului la valoarea de piață, am recurs la o recenzie a literaturii științifice relevante din domeniu prin intermediul analizei bibliometrice și meta-analizei.

Rezultatele acestor analize au scos în evidență evoluția și corelația pe care o are evaluarea companiei în aceste studii cu concepte precum: "performanță", "guvernanță corporativă", "informație", "piață", "firmă", "valoare justă", "capital intelectual", "managementul veniturilor".

Analiza efectuată a identificat faptul că s-a observat tendința de publicare crescută pe această temă în ultimii ani, aspect care ilustrează importanța acestui subiect în rândul cercetătorilor internaționali. Harta obținută are nouă clustere de intensități diferite, termenii care sunt legați de topicul "company valuation" (evaluarea companiei) și care se remarcă în această hartă sunt "evaluare", "performanță", "guvernanță corporativă", "informație", "piață", "firmă", "valoare justă", "capital intelectual", "managementul veniturilor" etc.

În plus, analiza noastră a identificat domeniile de top, putându-se observa că ariile tematice sunt diversificate, interesul în baza de date Wos fiind evident în Business Finance cu un număr de 1.154 de publicații, urmat de Economics, Management și Business.

Ce este de remarcat este faptul că se poate observa și evoluția topicului „company valuation" de-a lungul timpului, în studiile de specialitate. Așadar dacă între 2007 și 2010, topicului „company valuation" i-au fost asociate teme dominante precum opțiunile reale, proprietatea și valoarea de piață, o analiză a perioadei 2011- 2015 a arătat că subiectele în tendințe au fost analizele empirice, firma, valoarea justă, evaluare, guvernanță corporativă, venituri și relevanța valorii.

Din 2015 până în 2017, au fost explorate noi teme de cercetare care au fost direct legate de evaluarea companiei, respectiv propunerea primelor modele și divulgarea informațiilor. Din 2017 până în 2019, au fost introduse multe teme legate de performanța financiară și responsabilitate socială corporativă. Observăm faptul că doar din anul 2020 s-a înregistrat o creștere semnificativă a atenției cercetătorilor către topicuri precum *alegere (choice),* aspecte care pot fi explicate prin faptul că metodele tradiționale de evaluare prezintă multiple carențe și se caută metode alternative de evaluare. De asemenea analiza noastră a relevat și faptul că până în 2023 accentul în cercetările academice s-a păstrat pe *CSR și alegerea de metode alternative de evaluare (choice),* aspecte care confirmă și ipotezele noastre de cercetare și deschid noi nișe de cercetare.

De asemenea, analiza bibliometrică a scos în evidență faptul că cel mai amplu cluster acoperă teme legate de: evaluare, model, risc, incertitudine, opțiuni reale etc. Din acest punct de vedere considerăm că acestea pot reprezenta și pentru noi viitoare nișe de cercetare.

Meta-analiza efectuată a scos în evidență și a confirmat tendința din ultimii ani în direcția studiilor efectuate pe problematici precum: utilizarea pe scară largă a criteriului valorii de piață și a valorii juste, evaluarea activelor intangibile îndeosebi a fondului comercial, respectiv pe problematici referitoare la CSR.

Analiza critică a conceptului de creare de valoare din perspectiva evaluării și fundamentarea rolului activelor intangibile în crearea de valoare a fost efectuată prin apel la

Scanned with OKEN Scanner

studii relevante pe acest topic. Concluziile acestei analize au demonstrat că valoarea cumulată a activelor necorporale afectează pozitiv ratele de creștere durabilă a companiilor și implicit valoarea companiei și că deținerea de asfel de active au un impact major asupra capitalizării de piață și a *securității economice a companiei.*

Așadar, considerăm că deținerea de astfel de active intangibile și raportarea lor prin intermediul raportării integrate conduc la crearea de valoare pentru companie și implicit la dezvoltarea sustenabilă a sa.

Sub aspectul analizei critice a conceptului de valoare justă , concluzionăm prin a afirma faptul că globalizarea și internaționalizarea afacerilor, digitalizarea și mutațiile profunde intervenite în natura afacerilor, au condus la o evoluție firească a procesului de evaluare a companiilor. Astfel, s-a trecut de la o evaluare preponderant contabilă prin intermediul valorii companiei reflectată în raportarea tradițională, la o evaluare bazată pe alternativele costului istoric, ca mai apoi să fie utilizat criteriul valorii juste. Analiza binomului cost istoric - valoare justă a relevat faptul că ambele metode de evaluare prezintă atât avantaje, cât și limite, însă cu toate acestea, mondializarea afacerilor a condus la o extindere a evaluărilor bazate pe piață și deci a utilizării criteriului valorii juste. Datorită importanței acordate evaluărilor la valoarea justă a fost realizată și o analiză a acestui criteriu de evaluare din perspectiva IFRS 13 și a SEV 104, analiza relevând necesitatea unei armonizări, al IFRS cu IVS și implicit cu SEV, datorită unor diferențe conceptuale ale definiției valorii de piață și implicit a valorii juste.

Cu toate că foarte multe studii aduc numeroase critici utilizării valorii juste, suntem de părere că în condițiile existenței unei piețe active, evaluarea la valoarea justă poate reprezenta un criteriu valid de evaluare.

Din perspectiva fundamentării implicațiilor aplicării valorii juste în evaluare din perspectiva reglementărilor naționale, europene și internaționale, conchidem prin a afirma că IFRS 13 asigură un cadru unic pentru măsurarea valorii juste și sprijină măsurarea valorii juste pe baza informațiilor de piață, în loc să permită companiei să-și efectueze măsurarea specifică, dar nu furnizează soluții practice care pot fi aplicate procesului de evaluare a valorii juste.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 2. ABORDĂRI UTILIZATE ÎN EVALUAREA COMPANIILOR PE BAZA INFORMAȚIILOR DEGAJATE DE RAPORTĂRILE FINANCIARE ȘI NEFINANCIARE

2.1. Contextul cercetării

Problematica evaluării contabile şi implicaţiile ei asupra valorii economice a companiilor reprezintă o problematică extrem de actuală şi de complexă, regăsindu-se în centrul preocupărilor atât a organismelor de reglementare, cu atribuţii în acest sens, dar şi a teoreticienilor în egală masură.

Această problematică capătă o relevanţă şi mai mare în contextual actual, caracterizat de crize multiple, de origini diferite, deoarece aceste crize îşi pun amprenta în mod deosebit şi asupra sustenabilităţii afacerilor sau eşecului lor. Prin urmare, evaluarea şi diagnosticul companiilor sustenabile este importantă în vederea identificării măsurilor celor mai adecvate pentru păstrarea acestui trend de dezvoltare, iar pentru companiile aflate în dificultate, diagnosticul şi evaluarea lor, reprezintă o primă soluţie în vederea continuării existenţei lor.

Din acest punct de vedere, considerăm că alegerea metodei optime de evaluare a companiilor, care să fie adaptate atât pentru entităţile aflate în stare de continuitate a activităţii, cât şi pentru cele aflate în dificultate financiară, este crucială. Astfel, în ipoteza de continuitate a activităţii (principiul going-concern) prin intermediul evaluării se pot aprecia entităţile sustenabile, care reprezintă exemple de bune practici, iar pentru cele aflate în dificultate financiară, prin intermediul evaluării se pot depista sursele de creare a dificultăţilor financiare şi se pot identifica măsurile care se impun. Din aceste considerente, susţinem faptul că alegerea celor mai optime metode de evaluare, capabile să reflecte cât mai fidel valoarea unei companii, reprezintă un deziderat care trebuie atins de către evaluatorii de întreprinderi, cu efecte importante asupra creşterii calităţii raportării. Acesta reprezintă şi contextul cercetării noastre întreprinse în acest capitol.

În acest sens, scopul cercetării noastre, aferent acestui capitol, este reprezentat de analiza critică a abordărilor în evaluarea companiilor prescrise de reglementările incidente evaluării companiilor şi identificarea lacunelor şi neajunsurilor metodelor tradiţionale de evaluare a acestora. Astfel, demersul nostru de cercetare urmăreşte să scoată în evidenţă avantajele şi dezavantajele metodelor tradiţionale de evaluare, cu accent pe identificarea elementelor critice şi erorilor întâlnite în procesul evaluării, care permit utilizarea unei largi subiectivităţi în estimarea valorii activelor şi datoriilor, şi implicit a companiilor, aspecte care sunt în contradicţie cu caracteristicile unei bune evaluări.

În acest sens, pentru realizarea scopului dedus cercetării, am stabilit următoarele obiective:

O1. Analiza critică a abordărilor utilizate în evaluarea companiilor;

O2. Identificarea avantajelor şi limitelor metodelor tradiţionale şi moderne de evaluare a companiilor;

O3. Aprecierea oportunităţii utilizării informaţiilor nefinanciare în practica evaluării companiilor.

Pentru realizarea scopului cercetării şi implicit a obiectivelor fixate, în cele ce urmează, vom recurge în următoarele secţiuni, la o analiză a literaturii de specialitate cu accent pe sublinierea avantajelor şi dezavantajelor abordărilor utilizate în practica evaluării companiilor, atât din perspectiva standardelor naţionale de evaluare a bunurilor, cât şi din perspectiva literaturii de specialitate, dar şi o analiză comparativă a metodelor clasice şi moderne de evaluare şi nu în ultimul rând, vom trata oportunitatea utilizării informaţiilor nefinanciare în metodele de evaluare a companiilor din perspectiva organismelor internaţionale de evaluare,

Scanned with OKEN Scanner

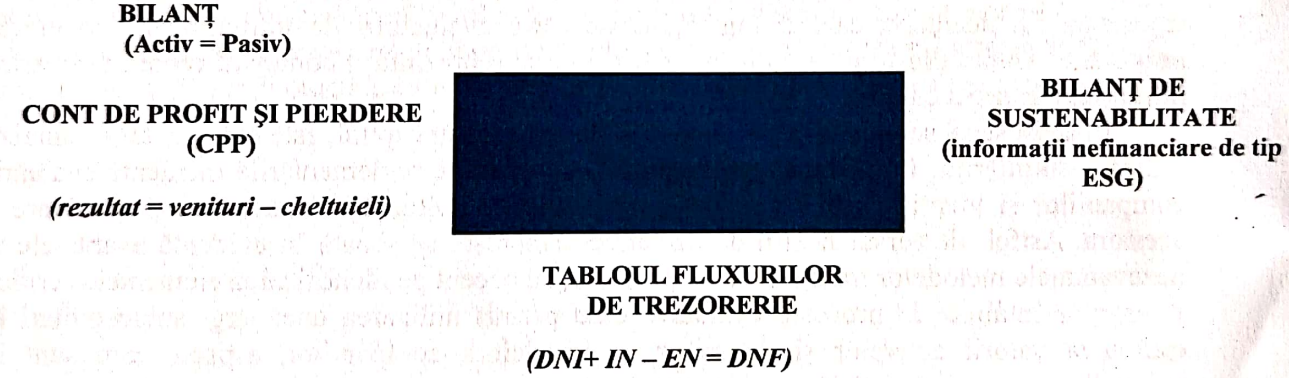
Standardelor internaţionale de sustenabilitate şi a Directivei europene privind raportarea sustenabilităţii.

2.2. Abordări utilizate în evaluarea companiilor pe baza informaţiilor degajate de raportările financiare şi nefinanciare

Termenul de abordare în evaluare se referă la o cale de estimare a valorii prin folosirea uneia sau a mai multor metode specifice de evaluare.

În opinia noastră, demersul de evaluare a companiilor, fundamentat cu prioritate pe informaţia contabilă degajată de raportarea financiară prin intermediul situaţiilor financiare anuale, trebuie completat şi cu informaţii nefinanciare degajate de raportarea voluntară privind responsabilitatea social corporativă (CSR), raportarea integrată (RI) sau bilanţul de sustenabilitate (BS). Aceste aspecte au fost menţionate şi în studiul realizat de Cojocaru şi colab. (2021) axat pe evoluţia conceptului de responsabilitate socială corporativă (CSR) şi a nevoii extinderii divulgării informaţiilor nefinanciare în scopul creşterii gradului de conştientizare a companiilor cu privire la impactul lor asupra mediului şi a comunităţii în care îşi desfăşoară activitatea[175].

Considerăm faptul că situaţiile financiare anuale, care constituiau până nu demult principalul mijloc de comunicare a companiilor cu părţile interesate, oferind acestora informaţii utile în vederea fundamentării deciziilor economice, trebuie completate şi cu informaţii de tip nefinanciar datorită creşterii exigenţelor informaţionale din ce în ce mai eterogene ale părţilor interesate. Din acest punct de vedere, considerăm că, orice afacere poate fi reprezentată cu ajutorul a patru componente, care sunt prezentate în figura alăturată, astfel:



unde: DNI = disponibil de numerar iniţial;
IN= intrări de numerar;
EN= ieşiri de numerar;
DNF = disponibil de numerar final;
ESG = informaţii nefinanciare de mediu (E), sociale (S) şi de guvernanţă corporativă (G)

Figura 2.1. Pătratul raportării financiare

Sursa: Adaptare după Fărcaş (2016)[176]

Din aceste unghiuri de vedere, bilanţul contabil reflectă poziţia financiară a companiei şi oferă pentru activitatea de evaluare informaţii utile legate de activele, datoriile şi capitalurile

[175] Cojocaru, A. C., Mihaila, S., Socoliuc, M. I. (2021). *"Conceptual Evolution Of Corporate Social Responsibility (Csr) Approaches"*. European Journal of Accounting, Finance & Business, 17(27), 48-57.
[176] Fărcaş, D. (2016). *"Evaluarea firmei. Teorie şi studii de caz"*. Editura UTPRESS, Cluj-Napoca, 2016, ISBN 978-606-737-185-7.

Scanned with OKEN Scanner

proprii ale companiei[177], precum şi capacitatea companiei de a modifica aceste resurse, informaţii legate de lichiditatea şi solvabilitaea companiei, precum şi structura sa financiară.

În procesul de evaluare a companiilor şi contul de profit şi pierdere oferă informaţii valoroase legate de performanţa companiei, precum şi modificarea acestei performanţe în timp prin intermediul celor două structuri prezente în această raportare[178]: venituri şi cheltuieli, esenţă aceestei structuri rezidă în raportarea unor informaţii legate de capacitatea companiei de a genera un rezultat pozitiv (profit) sau a unuia negativ (pierdere). Situaţia fluxurilor de numerar oferă informaţii preţioase legate de modificarea poziţiei financiare prin intermediul fluxurilor de numerar şi arată capacitatea companiei de a crea fluxuri de numerar degajate din activitatea desfăşurată.

În opinia noastră, acestor componente tradiţionale ale raportării financiare, li se poate adăuga cu succes şi bilanţul de sustenabilitate, care oferă informaţii despre iniţiativele companiei focusate în direcţia protejării mediului (E), acţiuni sociale (S), precum şi raportarea unor informaţii legate de riscurile şi oportunităţile asociate desfăşurării activităţii companiei (G).

Având în vedere cele precizate anterior, observăm faptul că informaţiile financiare oferite de contabilitate, la care se adaugă şi informaţiile nefinanciare, reprezintă principalele surse informaţionale pentru evaluarea corporativă.

În acest sens, standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR,[179] prevăd trei abordări principale în evaluare, fundamentate pe principiile economice ale preţului de echilibru, anticipării beneficiilor preţului de echilibru, anticipării beneficiilor sau substituţiei[180], redate în figura de mai jos, astfel:

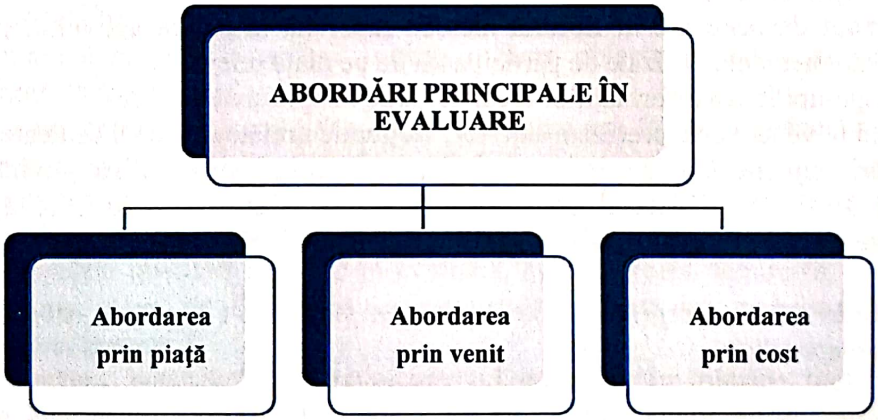


Figura 2.2. Abordări principale în evaluare
Sursa: Elaborare proprie a autorului

1. Abordarea prin piaţă - oferă o estimare asupra valorii prin compararea activului care face obiectul evaluării cu active identice sau similare, pentru care se cunoaşte preţul de piaţă a

[177] Ordin nr. 1.802 din 29 decembrie 2014 pentru aprobarea Reglementărilor contabile privind situaţiile financiare anuale individuale şi situaţiile financiare anuale consolidate, disponibil la https://legislatie.just.ro/Public/DetaliiDocument/185932, accesat la data de 20.05.2022.

[178] Ponce, H. G., Hlaciuc, E., Mates, D., Maciuca, G. (2015). "Study on the disclosure of information in the financial statements of romanian companies in accordance with IFRS in terms of comprehensive income", Journal Innovation Management And Sustainable Economic Competitive Advantage: From Regional Development To Global Growth, VOLS I - VI, 2015, Page1569-1584.

[179] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, Bucureşti, 2022, Standardul de evaluare – SEV 105 Abordări şi metode de evaluare disponibile la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

[180] Fărcaş, D. (2016). "*Evaluarea firmei. Teorie şi studii de caz*". Editura UTPRESS, Cluj-Napoca, 2016, ISBN 978-606-737-185-7.

Scanned with OKEN Scanner

acestora şi presupune investigarea diverselor surse de informaţii, în vederea identificării tranzacţiilor cu întreprinderi similare[181].

2. Abordarea prin venit – oferă informaţii privind valoarea activului de evaluat prin convertirea fluxurilor de numerar viitoare într-o singură valoare a capitalului.

3. Abordarea prin cost – conduce la determinarea valorii prin utilizarea principiului economic conform căruia un cumpărător nu va fi dispus să plătească mai mult pentru un activ decât costul necesar obţinerii unui activ cu aceeaşi utilitate, fie prin cumpărare, fie prin construire.

Sub acest aspect, în opinia autorilor Nancu (2013), abordarea prin piaţă şi abordarea prin cost „au la bază principiul economic al substituţiei"[182], iar în opinia autorului Fărcaş (2020), evaluarea bazată pe venit se bazează pe „anticiparea veniturilor viitoare"[183].

În opinia noastră, întrucât fiecare dintre abordările amintite anterior cuprind metode diferite, considerăm că se impune identificarea de către evaluator, pe baza raţionamentului său profesional, a metodei celei mai adecvate, în funcţie de scopul evaluării, în funcţie de circumstaţele particulare ale fiecărei evaluări, *deoarece nu există nici o metodă care s-ar putea aplica cu success tuturor situaţiilor posibile.*

Sub acest aspect, SEV 105, prescrie cerinţele minime de selecţie de care un evaluator ar trebui să ţină seama în alegerea metodei optime de evaluare, astfel[184]:

a) tipul valorii şi premisa valorii adecvate, determinate de referinţele evaluării şi de scopul acesteia;

b) punctele tari şi punctele slabe ale abordărilor şi metodele de evaluare care pot fi utilizate în procesul evaluării (*datorită importanţei acestor aspecte, pentru acest punct s-a dedicat subcapitolul 2.3);*

c) gradul de adecvare al fiecărei metode raportată la natura activului, precum şi de abordările sau metodele utilizate de participanţii de pe piaţa relevantă;

d) disponibilitatea informaţiilor credibile utile în aplicarea metodei.

Având în vedere cele precizate anterior, secţiunile următoare vor fi dedicate tratării celor trei abordări reglementate de SEV, urmată de o analiză comparativă privită din prisma avantajelor şi limitelor fiecărei abordări, precum şi o analiză a oportunităţii extinderii informaţiilor utilizate în evaluarea companiilor prin apel la informaţiile nefinanciare.

2.2.1. Consideraţii critice privind abordarea prin piaţă sau abordarea prin comparaţie în evaluarea companiilor

În optica „SEV 105 Abordări şi metode de evaluare", abordarea prin piaţă permite "obţinerea unei indicaţii asupra valorii unei companii prin compararea activului subiect cu active identice sau similare, ale căror informaţii privind preţul de vânzare se cunosc" [185] şi, în

---

[181] Anghel, I., Oancea Negescu, M., Anica Popa, A, Popescu, A. M. (2010). *"Evaluarea întreprinderii"*. Editura Economică, Bucureşti, 2010, p. 321.

[182] Nancu, D. (2013). *"Evaluarea economică şi financiară a întreprinderii"*, Universitatea Ovidius din Constanţa, Note de curs, disponibil la http://nancu.ro/wp-uploads/2012/08/EVALUAREA-ECONOMICA-SI-FINANCIARA-AINTREPRINDERII.pdf, accesat la data de 12.08.2022.

[183] Fărcaş, D. (2020). *"Reconcilierea valorilor obţinute prin diferite abordări de evaluare a întreprinderii". Review of Management & Economic Engineering, 19*(2).

[184] Fărcaş, D. (2016). *"Evaluarea firmei. Teorie şi studii de caz"*. Editura UTPRESS, Cluj-Napoca, 2016, ISBN 978-606-737-185-7.

[185] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, Bucureşti, ediţia 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări şi metode de evaluare,* secţiunea 50, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

final, estimarea valorii companiei evaluate prin utilizarea unor chei de conversie (multiplicatori)[186].

Având în vedere aceste aspecte, opinăm prin a afirma că, chintesența acestei abordări derivă din evaluările comparative.

În optica autorului Anghel şi colab. (2010), abordarea prin comparaţie se bazează, "pe un proces logic în care valoarea de piaţă se obţine prin analiza tranzacţiilor cu întreprinderi similare şi relevante, compararea acestor întreprinderi cu firma evaluată şi, în final, estimarea valorii companiei evaluate prin utilizarea unor chei de conversie (multiplicatori)"[187].

În opinia autorului Fărcaş (2016), abordarea prin piaţă[188] se fundamentează pe un demers logic în care valoarea de piaţă pentru compania subiect al evaluării se obţine prin analiza tranzacţiilor cu entităţi similare şi în acelaşi timp relevante, urmată de compararea acestor entităţi cu compania de evaluat pentru ca, în final, să se obţină o estimare a valorii acesteia recurgându-se la utilizarea unor multiplicatori sau chei de conversie.

Astfel, evaluările comparative presupun aplicarea, la valorile relevante ale companiilor, a unor multiplicatori (sau multipli) derivaţi din capitalizările bursiere ale unor societăţi cotate comparabile sau aflate la tranzacţionare, în ceea ce priveşte acţiunile din capitalul unor companii comparabile.

Acestea reprezintă estimări de tip analogic care vizează identificarea unei valori de piaţă probabilă a companiei sau a unităţii de afaceri examinate, pornind de la preţurile de piaţă pentru titluri de valoare ale unor companii cotate comparabile sau pentru pachete de acţiuni ale unor companii cotate şi necotate.

Standardul de evaluare „SEV 105 Abordări şi metode de evaluare", precizează şi situaţiile în care **abordarea prin piaţă** ar trebui să fie aplicată şi să îi fie alocată o importanţă semnificativă, astfel,[189]:

- *actualitatea tranzacţiei* – activul subiect a făcut obiectul unei vânzări recente şi îndeplineşte criteriile pentru tipul valorii stabilit;
- *prezenţa unei pieţe active specifice* – active similare sau foarte asemănătoare au făcut obiectul unor tranzacţii suficiente pe o piaţă specifică;
- *vânzări frecvente şi observabile cu active similare sau foarte asemănătoare*.

Din punctul de vedere al autorului Vascu (2017), abordarea prin comparaţie (piaţă) este una dintre principalele abordări utilizate în evaluare, care conform denumirii, ar trebui să conducă la obţinerea valorii de piaţă, şi că aceasta poate fi aplicată doar pe baza informaţiilor colectate de către evaluatori[190].

În acest context, considerăm că raţionamentul evaluatorului rămâne fundamental în identificarea acestor situaţii de aplicabilitate a acestei abordări, cu toate că reglementările precizează că acestea nu sunt limitative, ci pot fi identificate şi alte situaţii în care această abordare să poată fi aplicată cu succes.

---

[186] Nancu, D. (2013). "Evaluarea economică şi financiară a întreprinderii", Universitatea Ovidius din Constanţa, Note de curs.

[187] Anghel, I., Oancea Negescu, M., Anica Popa, A, Popescu, A. M. (2010). *"Evaluarea întreprinderii"*. Editura Economică, Bucureşti, 2010, p. 230.

[188] Fărcaş, D. (2016). *"Evaluarea firmei. Teorie şi studii de caz"*. Editura UTPRESS, Cluj-Napoca, 2016, ISBN 978-606-737-185-7.

[189] Idem 185.

[190] Vascu, A. (2017). *"Testul valorii de piaţă"*. Revista Valoarea, disponibil la https://vascu.ro/wp-content/uploads/2017/06/Testul-Valorii-de-piata-.pdf, accesat la data de 07.08.2023.

Scanned with OKEN Scanner

De asemenea, tot SEV 105 identifică şi situaţiile în care evaluatorii ar trebui să analizeze oportunitatea utilizării unei alte abordări considerate mai relevante pentru confirmarea indicaţiei privind valoarea companiei rezultată din abordarea prin piaţă, astfel[191]:

- tranzacţii care nu sunt recente din perspectiva volatilităţii şi nivelului de activitate al pieţei;
- tranzacţii cu active similar nevândute în mod activ;
- activele comparabile subiect al evaluărilor diferă în mod semnificativ faţă de activul subiect, aspect care presupune recurgerea la ajustări subiective;
- lipsa de credibilitate a vânzărilor recente;
- elemental esenţial care influenţează valoarea activului este mai degrabă preţul, decât costul de reproducere sau capacitatea de a genera venit.

În opinia autorilor Ţilică şi Ciobanu (2023), în cadrul acestei abordări, prima etapă constă în obţinerea preţurilor companiilor identice sau similare care au fost tranzacţionate recent pe piaţă[192], a doua etapă constă în efectuarea comparaţiei acestor entităţi cu compania care face obiectul evaluării, iar etapa a treia constă în obţinerea unei valori estimate a companiei subiect al evaluării prin recurgerea la utilizarea unor multiplicatori sau chei de conversie.

Dacă se constată că există puţine tranzacţii recente, cu condiţia ca relevanţa acestor informaţii să fie clar stabilită şi analizată critic, se pot lua în considerare şi preţurile activelor identice sau similare care sunt listate sau oferite spre vânzare. Poate fi necesar ca preţul altor tranzacţii să fie ajustat pentru a reflecta orice diferenţe între tranzacţia reală şi tipul valorii şi orice ipoteze care urmează să fie adoptate pentru evaluarea care se realizează. Pot exista şi diferenţe între caracteristicile economice, juridice sau fizice ale activelor din alte tranzacţii faţă de cele ale activului evaluat[193].

Prin urmare, deducem că o astfel de abordare se bazează pe *principiul substituţiei*, conform căruia un investitor va alege cel mai mic preţ în condiţiile unor riscuri egale, doar atunci când poate alege din mai multe variante alternative.

De precizat este faptul că în situaţia existenţei unor preţuri stabilite pe baza unei alte motivaţii decât cea tipică participanţilor pe piaţă, acestea trebuie să fie eliminate din baza de referinţe utilizată în procesul de comparare.

Având în vedere cele expuse anterior, subliniem faptul că, întrucât abordarea prin piaţă presupune apelarea la piaţa relevantă şi activă (carcaterizată de un număr suficient de ridicat de vânzători şi cumpărători şi implicit de tranzacţii care oferă suficiente informaţii disponibile pentru comparaţie), *abordarea prin piaţă poate deţine o largă aplicabilitate doar în condiţiile în care există o piaţă activă.*

Ioniţă, (2009) consideră că pentru acest mod de abordare în practica evaluării sunt folosite metodele bursiere a căror esenţă este comparabilă cu cea celor utilizate în abordarea pe bază de venituri, deosebirea constând în modul de calcul al valorii organizaţiei sau acţiunilor acesteia[194].

---

[191] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, Bucureşti, ediţia 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări şi metode de evaluare,* secţiunea 20.3, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

[192] Ţilică, E. V, Ciobanu, R. (2023). *"Abordări în evaluare: abordarea prin piaţă"*, CECCAR BUSINESS REVIEW, ISSN 2668-8921, ISSN-L 2668-8921, nr. 3/2023, disponibil la www.ceccarbusinessreview.ro, accessat la data de 19.06.2023.

[193] Fărcaş, D. (2016). *"Evaluarea firmei. Teorie şi studii de caz"*. Editura UTPRESS, Cluj-Napoca, 2016, ISBN 978-606-737-185-7.

[194] Ioniţă, I. (2009). *"Evaluarea afacerilor"*, Editura ASE, Bucureşti, 2009

Scanned with OKEN Scanner

Autorii Fărcaş (2016)[195] şi Ţilică şi Ciobanu (2023)[196] sunt de părere că cele trei surse uzuale de informaţii folosite în abordarea prin piaţă sunt:

a) *pieţele financiare de valori mobiliare* (pe care se tranzacţionează participaţii la companii similare);

b) *piaţa achiziţiilor de întreprinderi* (în ansamblul său);

c) *tranzacţiile anterioare ale proprietăţii subiect al evaluări.*

În conformitate cu standardele de evaluare a bunurilor emise de ANEVAR, metodele care pot fi utilizate de evaluatori în cadrul acestei abordări sunt:

1. metoda comparaţiei vânzărilor;

2. metoda comparaţiei vânzărilor de pe piaţa de capital.

Observăm faptul că reglementările incidente domeniului evaluării, sub aspectul metodelor aplicabile separă piaţă de capital de pieţele de vânzare obişnuite. Prin urmare, deducem faptul că abordarea tranzacţiilor comparabile, poate fi utilizată pentru companiile necotate, în schimb abordarea multiplicatorului pieţei bursiere se aplică doar pentru companiile cotate pe pieţele de capital.

Astfel, pentru o mai bună înţelegere a acestor două metode, din perspectiva aplicabilităţii lor, vom recurge, în ceea ce urmează, la o prezentare succintă a acestora.

2.2.1.1. Metoda comparaţiei vânzărilor

Esenţa metodei comparaţiei vânzărilor (metoda vânzărilor de referinţă), constă în utilizarea unor informaţii referitoare la vânzările unor active identice sau asemănătoare cu activul subiect al evaluării, cu scopul de a conduce la obţinerea unei indicaţii asupra valorii.

Metoda mai este cunoscută şi sub denumirea de metoda vânzărilor anterioare, atunci când vânzările comparabile care au constituit baza de referinţă implică activul subiect al evaluării. Metoda îşi găseşte aplicabilitatea doar în condiţiile în care informaţiile privind tranzacţiile desfăşurate sunt relevante pentru a putea constitui o bază solidă de comparaţie. Comparaţia vânzărilor este cea mai comună şi universal acceptată metodă de evaluare. Aplicarea şi acurateţea sa depind în mare măsură de circumstanţele locale şi de nivelul de dezvoltare a pieţei, rolul evaluatorilor fiind acela de interpretare şi aplicare. Cu alte cuvinte, evaluatorii lucrează ca un reprezentant al pieţei, interpretând informaţiile de ambele părţi (pentru cumpărători şi vânzători) atunci când stabilesc un preţ, de aici şi afirmaţia că "valoarea" este un reprezentant al "preţului".[197] În condiţiile unui volum redus al vânzărilor, evaluatorii pot recurge la luarea în considerare a preţurilor activelor identice sau similar disponibile pentru vânzare, cu condiţia asigurării relevanţei acestor informaţii. Metoda comparaţiei vânzărilor utilizează o serie de date comparabile, denumite şi unităţi de comparaţie pe care se fundamentează comparaţia care urmează a se realiza. Cele mai importante unităţi de comparaţie utilizate în evaluarea companiei sunt[198]: *multiplicatorii EBITDA* (profitul înainte de dobânzi, impozite, depreciere şi amortizare); *multiplicatorii profiturilor; multiplicatorii venitului*; *multiplicatorii valorii contabile.* De asemenea, Standardele de evaluare prevăd şi o etapizare a aplicării acestei metode, pe care o prezentăm în figura de mai jos, astfel:

---

[195] Fărcaş, D. (2016). *"Evaluarea firmei. Teorie şi studii de caz"*. Editura UTPRESS, Cluj-Napoca, 2016, ISBN 978-606-737-185-7.

[196] Ţilică, E. V, Ciobanu, R. (2023). *"Abordări în evaluare: abordarea prin piaţă"*, CECCAR BUSINESS REVIEW, ISSN 2668-8921, ISSN-L 2668-8921, nr. 3/2023, disponibil la www.ceccarbusinessreview.ro, accessat la data de 19.06.2023.

[197] Munshifwa, E. K. (2021). *"An Investigation Into the Use of "Hybrid" Adjustment Techniques in the Application of the Sales Comparison Method in Residential Valuation"*. Real Estate Management and Valuation, 29(1), 1-11.

[198] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, Bucureşti, ediţia 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări şi metode de evaluare,* secţiunea 30.4, disponibile la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

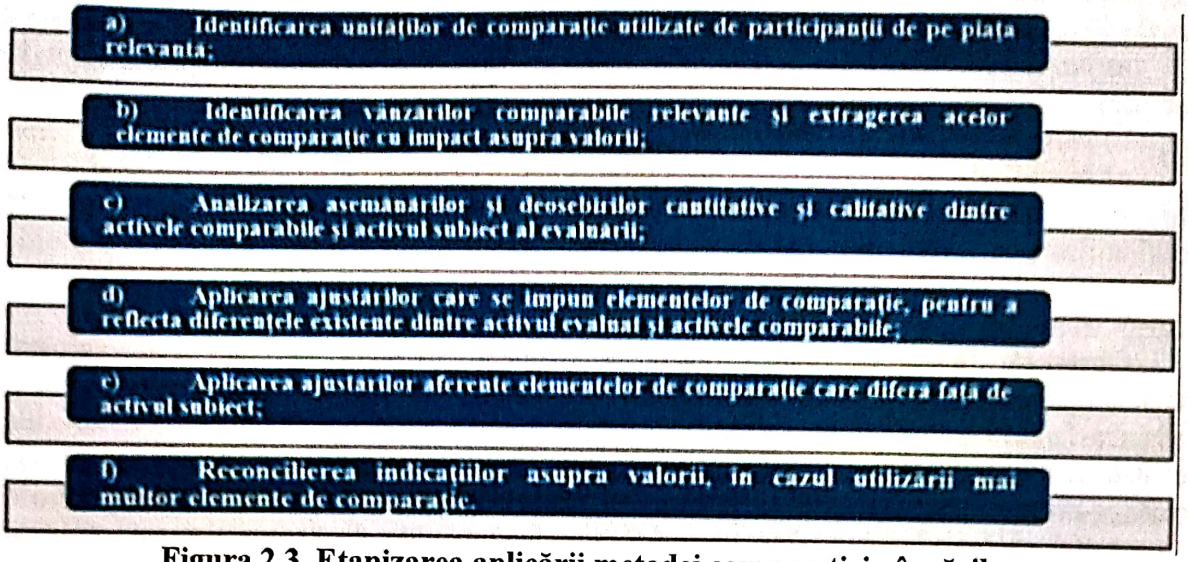

a) Identificarea unităților de comparație utilizate de participanții de pe piața relevantă;
b) Identificarea vânzărilor comparabile relevante și extragerea acelor elemente de comparație cu impact asupra valorii;
c) Analizarea asemănărilor și deosebirilor cantitative și calitative dintre activele comparabile și activul subiect al evaluării;
d) Aplicarea ajustărilor care se impun elementelor de comparație, pentru a reflecta diferențele existente dintre activul evaluat și activele comparabile;
e) Aplicarea ajustărilor aferente elementelor de comparație care diferă față de activul subiect;
f) Reconcilierea indicațiilor asupra valorii, în cazul utilizării mai multor elemente de comparație.

Figura 2.3. Etapizarea aplicării metodei comparației vânzărilor

Sursa: Adaptare după SEV 105[199]

În ceea ce privește criteriile de selectare a vânzărilor comparabile, standardele de evaluare anterior menționate prevăd o ierarhizare a acestora, astfel[200]:

a) vor fi luate cu precădere în considerare datele de pe piață aferent unui număr mai mare de vânzări;

b) vor fi preferate datele unor active similare sau foarte asemnănătoare în dauna unor prețuri care necesită ajustări, caracterizate de subiectivitate;

c) actualitatea tranzacției (vânzările cele mai recente sunt prioritare în analiză);

d) vânzări nepărtinitoare între părțile afiliate;

e) exhaustivitatea informațiilor necesare evaluatorului pentru estimarea variabilelor evaluării;

f) asigurarea unui nivel ridicat de încredere în informațiile obținute cu privire la tranzacțiile comparabile;

g) utilizarea cu precădere a vânzărilor finalizate în dauna vânzărilor în curs.

Cu privire la cele enunțate anterior, subliniem opiniile cercetătorului italian Rutigliano (2012)[201] care este de părere că abordarea prin tranzacții comparabile estimează prețul care se poate obține în mod rezonabil pentru o companie necotată, luând ca referință achizițiile efective ale unor societăți similare ca referință.

În altă ordine de idei metoda se bazează în esență pe suprapunerea în vederea comparației a indicatorilor relevanți pentru companie și prețurile de tranzacționare, cu scopul obținerii unor variabile relevante și utile în evaluarea unei companii.

De asemenea, în optica cercetătorului amintit anterior, esența evaluării prin comparație o reprezintă utilizarea unui multiplicator sau rată de evaluare (RE), *calculat ca raport între prețul acțiunii (sau valoarea de piață a capitalului – VCI/ VCA) și un parametru economic relevant reținut de către evaluator (formă de venit sau active nete)*.

---

[199] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, ediția 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări și metode de evaluare,* secțiunea 30.6, disponibile la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

[200] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, ediția 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări și metode de evaluare,* secțiunea 30., disponibile la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

[201] Rutigliano, M. (2014). *"I metodi di valutazione di azienda"*. Disponibil pe https://www.corsi.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid698422.pdf, accesat la data de 20.03.2022.

Scanned with OKEN Scanner

În ceea ce privește abordarea tranzacțiilor comparabile valoarea este determinată pe baza prețurilor negociate în tranzacțiile unor societăți omogene care a avut loc în afara pieței bursiere.

Cu toate acestea, literatura de specialitate surprinde și dificultățile în evaluare prin utilizarea metodei comparației vânzărilor, și anume: acuratețea evaluării, incertitudinea în evaluare, asimetria informațiilor și variațiile de evaluare[202].

Potrivit lui Cheloti și Mooya (2023)[203] metoda comparației vânzărilor necesită piețe suficient de competitive pentru a funcționa bine, aplicabilitatea sa fiind limitată de informații deficitare.

2.2.1.2. Metoda comparației vânzărilor de pe piața de capital

În vederea obținerii unei indicații asupra valorii unei companii, *metoda comparației vânzărilor de pe piața de capital* recurge la utilizarea unor informații despre companiile comparabile cotate, care sunt identice sau similare cu compania subiect al evaluării.

Metoda este asemănătoare cu cea descrisă anterior, diferențele rezultând din faptul că activele sunt tranzacționate pe piața de capital și poate fi utilizată numai atunci când activul subiect al evaluării este suficient de asemănător cu activele comparabile vândute pe piața de capital. În aplicarea acestei metode se vor parcurge următoarele etape[204]:

a) identificarea variabilelor relevante cu impact major asupra valorii sau a datelor comparabile utilizate de participanții de pe piața relevantă;

b) identificarea companiilor comparabile vândute pe piața de capital și care prezintă relevanță și calcularea variabilelor cu impact asupra valorii acestor vânzări;

c) analiza riguroasă a asemănărilor și deosebirilor cantitative și calitative dinre companiile comparabile tranzacționate și compania subiect al evaluării;

d) ajustarea variabilelor care impactează valoarea companiilor comparabile, în scopul reflectării diferențelor dintre compania subiect și comparabilele vândute pe piața de capital;

e) aplicarea variabilelor ajustate la compania subiect al evaluării;

f) ierarhizarea importanței indicațiilor asupra valorii, în cazul utilizării mai multor variabile care influețează valoarea.

Ierarhizarea de către evaluator a comparabilelor listate trebuie să fie fundamentate pe preferința pentru un număr mai mare de comparabile listate pe piața de capital, pe similaritatea datelor de piață despre comparabilele listate pe piața de capital și pe caracterul de piață activă a titlurilor tranzacționabile. Astfel, în ceea ce privește abordarea multiplicatorului pieței bursiere (sau companii comparabile) valoarea este determinată pe baza prețurilor bursiere pe care piața le atribuie la bursă pentru entități economice comparabile cu compania care face obiectul evaluării. În acest caz, indicatorul în cauză este reprezentat de prețul unitar pe acțiune (P). Din această perspectivă, studiul realizat de PWC (2021), pe companiile listate la BVB în perioada 2007-2019, subliniază faptul că analiza multiplilor companiilor cotate la BVB relevă o imagine referitoare la evoluția acestora atât la nivel sectorial, cât și din perspectiva ciclurilor economice[205].

---

[202] Munshifwa, E. K. (2021). *"An investigation into the use of "hybrid" adjustment techniques in the application of the sales comparison method in residential valuation"*. Real Estate Management and Valuation, 29(1), 1-11.

[203] Cheloti, I., Mooya, M. (2023). *"Property valuation problems and market context–evidence from Kenya"*. Journal of Property Research, 40(1), 76-100.

[204] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, 2022, Standardul de evaluare – SEV 105 Abordări și metode de evaluare, secțiunea 30.12, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

[205] PwC (2021). *"Multiplii de evaluare ai companiilor listate la Bursa de Valori București și ai pieței locale de fuziuni și achiziții"*, disponibil la https://www.pwc.ro/en/publications/MultipliiEvaluare_BVB_2021.pdf, accesat la data de 16.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

Din cele afirmate anterior, deducem faptul că abordarea prin piață prezintă atât avantaje, cât si dezavantaje.

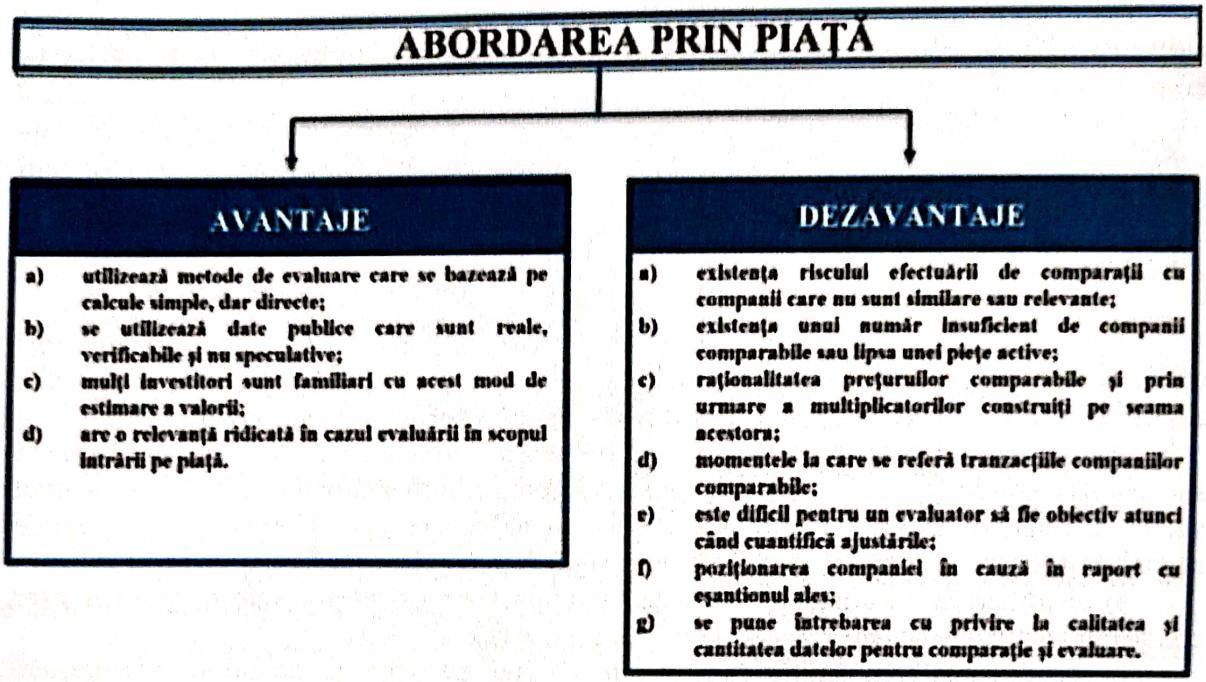

ABORDAREA PRIN PIAȚĂ
AVANTAJE
a) utilizează metode de evaluare care se bazează pe calcule simple, dar directe;
b) se utilizează date publice care sunt reale, verificabile și nu speculative;
c) mulți investitori sunt familiari cu acest mod de estimare a valorii;
d) are o relevanță ridicată în cazul evaluării în scopul intrării pe piață.
DEZAVANTAJE
a) existența riscului efectuării de comparații cu companii care nu sunt similare sau relevante;
b) existența unui număr insuficient de companii comparabile sau lipsa unei piețe active;
c) raționalitatea prețurilor comparabile și prin urmare a multiplicatorilor construiți pe seama acestora;
d) momentele la care se referă tranzacțiile companiilor comparabile;
e) este dificil pentru un evaluator să fie obiectiv atunci când cuantifică ajustările;
f) poziționarea companiei în cauză în raport cu eșantionul ales;
g) se pune întrebarea cu privire la calitatea și cantitatea datelor pentru comparație și evaluare.

Figura 2.4. Avantajele și dezavantajele abordării prin piață
Sursa: Adaptare după Nancu (2013)[206] și Dheeraj (2023)[207]

La cele amintite mai sus susținem ideea conform căreia în economia reală nu există societăți similare care să fie evaluate, simplitatea aparentă a unor astfel de evaluări bazate pe comparații ascunde de fapt numeroase capcane, și în acest fel poate determina rezultate înșelătoare, întrucât extind companiei de evaluat profiluri pe care aceasta nu le deține.

În concluzie, considerăm că abordarea de piață estimează valoarea unei companii prin raportare la piețele active, prin compararea tranzacțiilor recente pe piața de vânzări și achiziții (M&A). Obținerea unei piețe active presupune ca activele să fie omogene, să poată fi găsiți cumpărători și vânzători în orice moment, iar prețurile de tranzacționare să fie disponibile.

2.2.2. Valențele abordării prin venit în evaluarea companiilor

Din perspectiva SEV 105, abordarea prin venit se caracterizează prin faptul că oferă indicații privind valoarea unei companii prin intermediul transformării „fluxului de numerar viitor într-o singură valoare curentă"[208].

Autorul Anghel și colab. (2010) definește abordarea pe bază de venit ca fiind "convertirea unor fluxuri de venituri viitoare în valoarea lor prezentă, pornind de la ideea că plata ipotetică

[206] Nancu, D. (2013). *"Evaluarea economică și financiară a întreprinderii"*, Universitatea Ovidius din Constanța, Note de curs, disponibil la http://nancu.ro/wp-uploads/2012/08/EVALUAREA-ECONOMICA-SI-FINANCIARA-AINTREPRINDERII.pdf, accesat la data de 12.08.2022.
[207] Dheeraj, V. (2023). *"What Is The Market Approach?"*, disponibil la https://www.wallstreetmojo.com/market-approach/#advantages-and-disadvantages-of-the-market-approach, accesat la data de 10.02.2023.
[208] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări și metode de evaluare*, secțiunea 40.1, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

a preţului (un flux de ieşire de numerar actual) este legată de potenţialul de numerar viitor şi de riscul atingerii acelui flux estimat a fi generat de proprietatea achiziţionată"[209].

În aceeaşi ordine de idei, alţi autori cum ar fi Buzu şi Pedina (2015) consideră că "abordarea prin venit are în vedere reducerea la o singură valoare actuală a veniturilor viitoare, reprezentate de fluxurile de numerar din veniturile şi cheltuielile companiei"[210] iar autorii Ţilică şi Ciobanu (2023) sunt de părere că această abordare se concentrează pe „convertirea fluxurilor de numerar viitoare într-o singură valoare curentă a capitalului"[211].

În opinia noastră, chintesenţa acestei abordări se bazează pe actualizarea fluxurilor de numerar viitoare, prin utilizarea unor factori de actualizare, pentru a se obţine o valoare curentă a capitalului companiei subiect al evaluării, sau prin apel la actualizarea profiturilor companiei.

Prin urmare, în acord cu această abordare, valoarea atribuită unui activ este stabilită prin „estimarea mărimii venitului, a fluxurilor de numerar sau a economiilor de costuri generate de acel activ".

Standardul de evaluare „SEV 105 Abordări şi metode de evaluare" precizează şi situaţiile în care profesioniştii evaluatori ar trebui să acorde o „importanţă semnificativă", unor aspecte precum[212]:

- capacitatea unui activ de a genera venituri, reprezintă în optica participanţilor de pe piaţă cel mai important factor;
- pentru activul care face obiectul evaluării există un grad ridicat de rezonabilitate în ceea ce priveşte mărimea sau şi eşalonarea în perioadele următoare a venitului viitor, în condiţiile prezenţei pe piaţă a unui număr mic sau chiar absenţei de pe piaţă a unor companii comparabile.

Chintesenţa abordării prin venit rezidă din faptul că investitorii preconizează un anumit nivel al rentabilităţii investiţiei şi că acesta ar trebui să reflecte nivelul de risc al investiţiei resimţit de către participanţii de pe piaţă. În acest sens, investitorii se aşteaptă să fie remuneraţi în „funcţie de riscul sistematic, cunoscut şi sub denumirea de risc de piaţă".

Din acest punct de vedere, metodele de evaluare care se cuprind în cadrul acestei abordări, se „bazează efectiv pe valoarea actualizată a fluxului de numerar viitor".

Aşadar, autorii Ţilică şi Ciobanu (2023) consideră că pentru realizarea abordării prin venit este esenţială determinarea cash flow-urilor viitoare care vor servi drept bază în evaluarea întreprinderii. Se pleacă deci de la fluxurile deja realizate, care constituie punctul de pornire în estimarea rezultatelor viitoare[213].

În cadrul acestei abordări există două metode de evaluare importante, reglementate de standardele de evaluare a bunurilor, astfel[214]:

1. metoda fluxului de numerar actualizat (discounted cash flow - DCF), metodă în care fluxurile de venit previzionate pentru fiecare an al perioadei de previziune explicite sunt transformate în valoare a capitalului prin aplicarea tehnicilor de actualizare;

---

[209] Anghel, I., Oancea Negescu, M., Anica Popa, A, Popescu, A. M. (2010). *"Evaluarea întreprinderii"*. Editura Economică, Bucureşti, 2010, p. 162.

[210] Buzu, O., Pedina, L. (2015). *"Evaluarea în contextul reformei contabile"*. Buletinul ştiinţific al Universităţii de Stat" Bogdan Petriceicu Hasdeu" din Cahul, Seria" Ştiinţe economice", 13(1), 58-66.

[211] Ţilică, E. V, Ciobanu, R. (2023). "Abordări în evaluare: abordarea prin venit, CECCAR BUSINESS REVIEW, ISSN 2668-8921, ISSN-L 2668-8921, nr. 5/2023, disponibil la www.ceccarbusinessreview.ro, accesat la data de 07.08.2023.

[212] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, Bucureşti, 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări şi metode de evaluare,* secţiunea 40.3, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

[213] Ţilică, E. V, Ciobanu, R. (2023). *"Abordări în evaluare: abordarea prin venit*, CECCAR BUSINESS REVIEW, ISSN 2668-8921, ISSN-L 2668-8921, nr. 5/2023, disponibil la www.ceccarbusinessreview.ro, accesat la data de 07.08.2023.

[214] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, Bucureşti, ediţia 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări şi metode de evaluare*, secţiunea 50, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 01.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

2. ***metoda capitalizării profiturilor***, metodă în care un anumit nivel reprezentativ al profitului este împărţit cu o rată de capitalizare sau este înmulţit cu un coeficient de multiplicare, pentru a-l transforma în valoare.

2.2.2.1. Metoda fluxului de numerar actualizat (DCF-discounted cash flow)

Metoda fluxului de numerar actualizat (DCF) este utilizată pe scară largă pentru a estima valoarea unei investiţii prin calcularea valorii actuale a fluxurilor de numerar viitoare aşteptate. Prin actualizarea fluxurilor de numerar viitoare, metoda DCF ia în considerare valoarea în timp a banilor şi oferă o estimare mai precisă a valorii reale a investiţiei[215].

În optica „SEV 105 Abordări şi metode de evaluare"[216], conform metodei DCF, fluxul de numerar previzionat este supus la data evaluării unei actualizări, în vederea determinării valorii actualizate a activului.

Aşadar, conform SEV 105, metoda DCF presupune parcurgerea următorilor paşi, astfel[217]:

a) adecvarea fluxului de numerar utilizat cu activul evaluat şi cu misiunea de evaluare (în acest sens se pot utiliza valori ale fluxului de numerar înainte sau după impozitare, flux de numerar generat de capitalul propriu sau flux de numerar total);

b) stabilirea perioadei optime de *previziune explicită*[218], în care se se va recurge la actualizarea fluxului de numerar, determinate în funcţie de durata de viaţă a activului,existenţa unei perioade rezonabile pentru care există date credibile, perioada minima de previziune explicită;

c) actualizarea fluxului de numerar afferent perioadei optime stabilite;

d) identificarea necesităţii determinării unei „valori terminale"[219];

e) pentru activul evaluat la finalul perioadei explicite;

f) stabilirea ratei de actualizare adecvate;

g) aplicarea ratei de actualizare la fluxul de numerar previzionat, cu luarea în calcul şi a valorii terminale în situaţia existenţei acesteia.

Fluxul de numerar pentru perioada de previziune explicită se fundamentează prin luarea în calcul a informaţiile financiare previzionate (IFP) adică a veniturilor/fluxurilor de numerar de intrare şi cheltuieli/fluxuri de numerar de ieşire previzionate.

Metoda fluxurilor financiare actualizate reprezintă o metodă de evaluare care se caracterizează printr-o complexitate ridicată, dar are avantajul că este una dintre cele mai corecte din punct de vedere teoretic[220]. De asemenea, este o metodă raţională, mai robustă şi

---

[215] Tanarathchat, D. (2023). *"Discounted cash flow valuation of Ichitan Group"* (Doctoral dissertation, Mahidol University), disponibil la https://archive.cm.mahidol.ac.th/bitstream/123456789/5098/1/TP%20FM.007%202023.pdf, accesat la data de 07.08.2023.

[216] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, Bucureşti, ediţia 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări şi metode de evaluare*, secţiunea 50.2, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 04.07.2023.

[217] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, Bucureşti, ediţia 2022, Standardul de evaluare – *SEV 105 Abordări şi metode de evaluare*, secţiunea 50.4, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 04.07.2023.

[218] În cazul unui activ cu o durată de viaţă scurtă este foarte probabil ca previzionarea fluxului de numerar să fie şi posibilă şi relevantă, pe întreaga durată de viaţă a activului.

[219] Valoarea terminală apare atunci când se estimează ca durata de viaţă a activului să depăşească perioada pe previziune explicită, iar evaluatorii trebuie să estimeze valoarea activului la finalul acestei perioade.

[220] Nancu, D. (2013). *"Evaluarea economică şi financiară a întreprinderii"*, Universitatea Ovidius din Constanţa, Note de curs, disponibil la http://nancu.ro/wp-uploads/2012/08/EVALUAREA-ECONOMICA-SI-FINANCIARA-AINTREPRINDERII.pdf, accesat la data de 12.08.2022.

Scanned with OKEN Scanner

mai ştiinţifică decât metoda punerii în echivalenţă şi metoda veniturilor[221], deoarece ia în considerare mărimea şi distribuţia în timp a fluxurilor de numerar pe parcursul unui număr de ani, precum şi factorul de risc şi incertitudinea inerente calculului economic al valorii unei investiţii.

Metoda presupune actualizarea tuturor beneficiilor economice proiectate (fluxuri de lichidităţi sau alte variabile asimilate) ale companiei utilizând o *rata de actualizare ce reprezintă costul capitalului pentru acea investiţie*. Astfel Solovyev (2016) subliniază că în cazul evaluării afacerilor, costul mediu ponderat al capitalului (WACC)[222] companiilor este utilizat în mod obişnuit ca rată de actualizare. Cu alte cuvinte, metoda de evaluare a fluxurilor de numerar actualizate permite măsurarea valorii intrinseci a unui activ sau a unei companii.

În plus, abordarea DCF nu numai că determină valoarea companiei, dar oferă, de asemenea, o măsură mai bună a creării de valoare pentru părţile interesate decât capitalurile proprii[223].

În esenţă, agreem ideea conform căreia valoarea estimată a unei companii este data de valoarea actualizată a fluxurilor de numerar preconizate generate de o companie pe parcursul vieţii sale.

Analiza fluxurilor de numerar actualizate determină valoarea unei companii pe baza valorii actualizate a fluxurilor de numerar pe care se aşteaptă să le genereze aceasta în anii viitori.

Utilitatea ridicată a acestei metode rezidă din faptul că, compania evaluată *reflectă, în special, pentru investitori, acele fluxuri de numerar care rămân după efectuarea investiţiilor în capitalul de lucru şi în activele fixe necesare pentru a asigura viabilitatea sa continuă.*

În ceea ce priveşte principalele ***limitări***, Tanarathchat (2023) conchide că acestea rezidă din: dificultatea de a prognoza cu exactitate viitoarele fluxuri de numerar pentru piaţă, deoarece aceasta poate fi influenţată de o serie de factori, cum ar fi schimbări în comportamentul consumatorilor sau schimbări în peisajul competitiv; necesită un termen lung de timp, care ar putea să nu fie potrivit pentru investitorii care caută câştiguri pe termen scurt şi se bazează pe acurateţea ipotezelor făcute cu privire la ratele de actualizare, care pot fi influenţate de condiţiile pieţei, ratele dobânzii şi alţi factori macroeconomici[224]. Cu această ultimă limitare sunt de acord şi Duan şi Zhang (2023) care susţin că metoda DCF nu ia în considerare nicio modificare a ratelor dobânzilor în cel mai bun scenariu, astfel încât rezultatele obţinute prin această metodă se pot abate semnificativ de la situaţia actuală[225]. Autorii Vayas-Ortega şi colab. (2020)[226] consideră că principalele dezavantaje ale metodei DCF sunt reprezentate de sensibilitatea sa extremă la variabile cheie precum costul mediu ponderat al capitalului (WACC) şi estimările fluxului de trezorerie liber (free cash-flow - FCF) care nu sunt obţinute în mod incontestabil. În

---

[221] Specht, S. (2015). *"Valutazione aziendale: il caso Interroll Holding AG"* (Doctoral dissertation, Scuola Universitaria Professionale della Svizzera Italiana), disponibil la https://tesi.supsi.ch/432/, accesat la data de 15.06.2020.

[222] Solovyev V. (2016). *"Comparison of Discounted Cash Flow and Economic Value Added Valuation Methods: Protect Company LLC"*, Bachelor's Thesis, disponibil la https://www.theseus.fi/handle/10024/111708, accesat la data de 20.06.2022.

[223] Drissi, R. (2023). *"Empirical Analysis of Unlisted Companies' Valuation Using Discounted Cash Flow Methods"*. Journal of Finance & Banking Review (JFBR), 8(1).

[224] Tanarathchat, D. (2023). *"Discounted cash flow valuation of Ichitan Group"* (Doctoral dissertation, Mahidol University), disponibil la https://archive.cm.mahidol.ac.th/bitstream/123456789/5098/1/TP%20FM.007%202023.pdf, accesat la data de 07.08.2023.

[225] Duan, Z., Zhang, Y. (2023). *"Research on the pricing of PPP project ABS products based on the right of income of heating"*. Frontiers in Energy Research, 10, 1112972.

[226] Vayas-Ortega, G., Soguero-Ruiz, C., Rojo-Álvarez, J. L., Gimeno-Blanes, F. J. (2020). *"On the differential analysis of enterprise valuation methods as a guideline for unlisted companies assessment (I): Empowering discounted cash flow valuation"*. Applied Sciences, 10(17), 5875.

Scanned with OKEN Scanner

acest sens, în opinia lui Fernández (2007), cea mai comună grupă de erori legată de această metodă ar putea fi reprezentată de ***calculul sau previzionarea fluxurilor de numerar așteptate***[227] a fi generate de companie. Aceste erori sunt generate îndeosebi de:

a) *Definirea eronată a noțiunii de cash- flow.* Sub acest aspect principalele erori sunt generate de: omisiunea creșterii necesarului de fond de rulment la calcularea fluxurilor de numerar; considerarea eronată a creșterii numerarului sau a investițiilor financiare ale companiei ca fiind un flux de numerar al capitalului propriu; erori în calcularea impozitelor care afectează fluxul de numerar liber, considerarea venitului net ca fiind un flux de numerar, considerarea venitului net plus amortizarea ca flux de numerar.

b) *Erori în evaluarea companiilor sezoniere:* tratarea greșită a stocurilor ca echivalente în numerar.

c) Erori generate de *neproiectarea corectă a bilanțului în vederea evaluării sub următoarele* aspecte: omisiunea conturilor din bilanț care afectează fluxurile de numerar; ***considerarea unei reevaluări de active ca fiind un flux de numerar***;

d) Optimism exagerat la prognozarea fluxurilor de numerar.

Având în vedere cele deja invocate considerăm că metoda DCF este cea mai dificilă metodă de evaluare, deoarece necesită un volum mai mare de date de intrare pentru a estima temeinic rezultatul sau, cu alte cuvinte, pentru a estima în detaliu valoarea intrinsecă a unui activ sau a unei companii.

O altă limitare a acestei metode este reprezentată de faptul că ea nu poate fi aplicată tuturor companiilor, ci doar acelor companii pentru care activează de o perioadă mai mare de timp, deoarece pentru evaluarea capacității viitoare a companiei de a genera fluxuri de numerar și implicit valoare sunt analizate datele din trecut, legate de performanțele anterioare ale acesteia.

De asemenea, ea poate fi aplicată doar companiilor cu dinamică financiară, cum ar fi comerțul cu amănuntul, serviciile, leasingul și companiilor financiare. Așadar, metoda nu poate fi aplicată companiilor care au un nivel ridicat de capitalizare a activelor și un flux de numerar scăzut sau inexistent[228]. Profesorul Damodaran[229] consideră că metoda este pe deplin părtinitoare pentru că datele de intrare pot fi manipulate de către evaluator, opinie care este împărtășită și de către autorii Peng și Lee (2023), care consideră că în procesul de estimare al fluxului de numerar liber viitor (FCF) și costului mediu ponderat al capitalului (WACC), acești factori sunt adesea supuși părtinirii de către evaluator[230]. De asemenea, un alt dezavantaj al utilizării metodei DCF, în opinia lui Yang și colab. (2022) este legat de faptul că această metodă nu ia în considerare factorul de incertitudine și rigiditatea ei în cadrul procesului decizional[231]. Acestor păreri li se alătură și Steiger (2010), care ajunge la concluzia că metoda DCF este supusă unei părtiniri masive de ipoteză și chiar și modificări ușoare ale ipotezelor de bază ale unei analize pot modifica drastic rezultatele evaluării[232].

---

[227] Fernández, P. (2007). *"Company valuation methods. The most common errors in valuations"*. IESE Business School, 449, 1-27.

[228] Luoni, L. (2015). *"La valutazione aziendale. Modulo di Corporate Finance"*. Disponibil pe site-ul Valutazione d'azienda web dei corsi SUPSI: www2.icorsi.ch, accesat la data de 15.02.2022.

[229] Damodaran, A. (2006). *"Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence"*, Stern School of Business, disponibil la adresa https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf, accesat la data de 04.07.2023.

[230] Peng, Y. L., Lee, W. P. (2023). *"Valuation of Stocks by Integrating Discounted Cash Flow With Imitation Learning and Guided Policy"*. IEEE Transactions on Automation Science and Engineering.

[231] Yang, W., Fang, N., Wang, Y., Long, T., Deng, S., Xue, M., Deng, B. (2022). *"Value evaluation of mining right based on fuzzy real options"*. Resources Policy, 78, 102818.

[232] Steiger, F. (2010). *"The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods"*. arXiv preprint arXiv:1003.4881.

Scanned with OKEN Scanner

2.2.2.2. Metoda capitalizării profiturilor

Abordarea bazată pe venit, prin metoda capitalizării profiturilor, în cadrul evaluării companiilor, permite investitorilor determinarea valorii de piață a unei companii pe baza profitului pe care îl generează în prezent. În acest sens, determinarea fluxului de numerar actual generat de o companie permite investitorilor să evalueze dacă această se aliniază cu obiectivele, strategia şi criteriile lor investiționale, deoarece pe baza cuantificării fluxului de numerar curent pot determina randamentele imediate generate de investiția în acea companie.

Din perspectiva aplicării practice formula de calcul este:

Venitul net din exploatare/rata de capitalizare= Valoarea[233].

Metoda capitalizării profiturilor poate fi exprimată în două variante, şi anume:

a) metoda capitalizării directe;

b) *metoda capitalizării prin randament.*

Ambele metode urmează filozofia conform căreia profitul determină valoarea, cu specificația că metoda capitalizării directe ia în considerare valoarea curentă a fluxului de numerar, în timp ce metoda capitalizării randamentului ia în considerare creşterea chiriei de la un an la altul şi fluctuațiile costurilor.

a) *Metoda capitalizării directe* conduce la determinarea valorii unei companii pe baza venitului într-un interval de timp de 1 an şi presupune că atât costurile, cât şi profiturile vor rămâne aceleaşi de la an la an, de aceea această metodă este una adecvată pentru acele companii caracterizate de profituri constante de la an la an[234].

În opinia lui Manirakiza (2019), această metodă evaluează o companie ca o perpetuitate, de exemplu un flux infinit de fluxuri de numerar, fiind similar cu modelul de creştere Gordon[235].

b) *Metoda capitalizării randamentului*, spre deosebire de metoda anterioară, bazată pe calcularea valorii companiei în funcție de profiturile obținute în decursul unui an calendaristic, metoda capitalizării randamentului este similară unei analize a fluxului de numerar actualizat, bazată pe o optică de recunoaştere a faptului că mulți investitori achiziționează afaceri în scopul obținerii unor câştiguri pe termen lung pe o piață volatilă şi dimamică. Din acest punct de vedere, metoda ia în calcul fluctuațiile de la an la an a costurilor generate de afacere[236].

Metoda capitalizării profiturilor prezintă avantajul simplității aplicării ei, deoarece se bazează pe ipoteze simplificate şi nu sunt necesare previziuni explicite pe o perioadă viitoare. De aceeşi părere sunt şi autorii Albu şi Albu (2022)[237], care consideră faptul că metoda este caracterizată prin simplitate şi printr-un grad ridicat de aplicabilitate practică.

La fel ca fiecare dintre celelalte abordări, abordarea prin venit prezintă atât avantaje, cât şi dezavantaje (a se vedea figura 2.5).

---

[233] Pirogova, O., Plotnikov, V., Tsekhomsky, N. (2023). *"Determination of the capitalization rate based on generalization of the trading segment market information"*. In E3S Web of Conferences, Vol. 389, p. 09018, EDP Sciences.

[234] Carrigan, M. (2022). *"Income approach appraisal: direct capitalization method explained"*, e-book, disponibil la https://www.dealpath.com/blog/income-approach-appraisal-direct-capitalization-method/, accesat la data de 04.07.2023.

[235] Manirakiza, R. (2019). *"Role, purposes of real estate valuation and the impact analysis on economic development in Rwanda"*. Brainae Journal of Business, Sciences and Technology, Volume 3, Issue 3, March 2019, disponibil la https://brainajournal.com/manuscripts/ARTICLE%201.pdf, accesat la data de 07.08.2023.

[236] Carrigan, M. (2022). *"Income approach appraisal: direct capitalization method explained"*, e-book, disponibil la https://www.dealpath.com/blog/income-approach-appraisal-direct-capitalization-method/, accesat la data de 04.07.2023.

[237] Albu, I., Albu, S. (2022). *"Applicability of the direct capitalization method for the valuation of rental real estate in the current conditions in the Republic of Moldova"*. In Competitiveness and sustainable development (pp. 165-173).

Scanned with OKEN Scanner

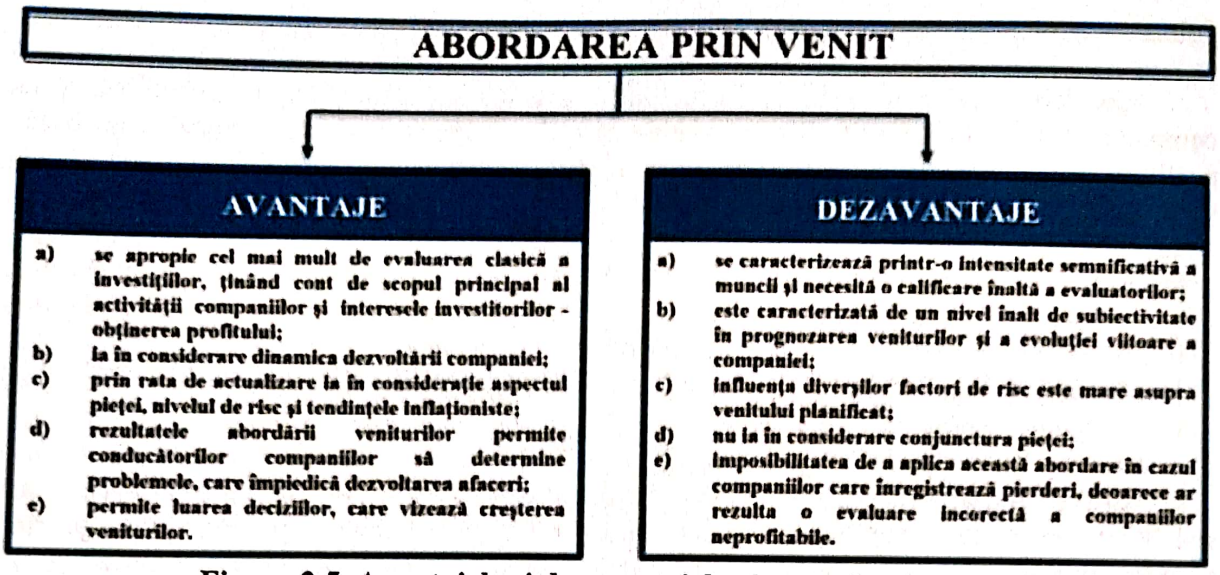

ABORDAREA PRIN VENIT
AVANTAJE
a) se apropie cel mai mult de evaluarea clasică a investițiilor, ținând cont de scopul principal al activității companiilor și interesele investitorilor - obținerea profitului;
b) ia în considerare dinamica dezvoltării companiei;
c) prin rata de actualizare ia în considerație aspectul pieței, nivelul de risc și tendințele inflaționiste;
d) rezultatele abordării veniturilor permite conducătorilor companiilor să determine problemele, care împiedică dezvoltarea afaceri;
e) permite luarea deciziilor, care vizează creșterea veniturilor.
DEZAVANTAJE
a) se caracterizează printr-o intensitate semnificativă a muncii și necesită o calificare înaltă a evaluatorilor;
b) este caracterizată de un nivel înalt de subiectivitate în prognozarea veniturilor și a evoluției viitoare a companiei;
c) influența diverșilor factori de risc este mare asupra venitului planificat;
d) nu ia în considerare conjuncturа pieței;
e) imposibilitatea de a aplica această abordare în cazul companiilor care înregistrează pierderi, deoarece ar rezulta o evaluare incorectă a companiilor neprofitabile.

Figura 2.5. Avantajele și dezavantajele abordării prin venit
Sursa: Adaptare după Todorov (2019)[238], Bețivu și Bujor (2021)[239]

Principalul avantaj al acestei abordări este că se apropie cel mai mult de evaluarea clasică a investițiilor, adică evaluează valoarea companiei sau a acțiunilor sale, în special din punctul de vedere al investitorului. Investitorul nu este interesat de eforturile și de capitalul pe care le-a investit actualul proprietar, adică nu contează valoarea netă de piață a activelor obiectului de investiție respectiv. El este interesat în principal de venitul viitor pe care i-l poate aduce achiziționarea companiei, a părților sale separate, a unităților sau a acțiunilor sale[240].

Un alt avantaj al acestei abordări este reprezentat de faptul că este singura care ia în considerare dinamica dezvoltării companiei[241], permițând compararea costurilor actuale ale investițiilor cu veniturile viitoare preconizate și luând în considerare timpul de încasare a veniturilor și a factorilor de risc tipici pentru afacerea analizată. Dezavantajele ei rezidă din dificultăți în realizarea corecțiilor asupra contului de profit și pierdere și în stabilirea ratei corecte de capitalizare și, respectiv, dificultăți reprezentate de stabilirea schemei de evoluție viitoare a venitului[242]. De asemenea, uneori este dificil sau imposibil să se facă o prognoză obiectivă și precisă a evoluției viitoare a companiei și a veniturilor acesteia. Un alt dezavantaj este reprezentat de imposibilitatea de a aplica această abordare în cazul companiilor care înregistrează pierderi[243]. O altă limitare a abordării evaluării companiilor prin prisma veniturilor rezidă din calcularea profitului net din exploatare[244], care poate reprezenta o provocare pentru profesioniștii evaluatori, în condițiile în care există un grad de incertitudine referitoare la determinarea acurateții cheltuielilor de exploatare. Tot în optica autorului Todorov (2019) utilizând abordarea prin venit, valoarea unei entități evaluate nu depinde de valoarea activelor

[238] Todorov, L. (2019). *"Practical application of income capitalization method in business valuation–some highlights. Knowledge"*. International Journal, 34(1), 25-30.
[239] Bețivu, A., Bujor, T. (2021). *"Abordări și metode de evaluare a întreprinderii"*, Probleme și provocări ale economiei regionale în contextul globalizării, A VII-a Conferință științifică și practică națională, CZU 658.012.2, disponibil la https://ibn.idsi.md/sites/default/files/imag_file/75-80_43.pdf, accesat la data de 05.06.2023.
[240] Todorov, L. *Op. cit.*
[241] Almabekova, O., Kuzmich, R., Antosik, E. (2018). *"Income approach to business valuation: Russian perspective"*. Zagreb International Review of Economics & Business, 21(2), 115-128.
[242] Fărcaș, D. (2016). *"Evaluarea firmei. Teorie și studii de caz"*. Editura UTPRESS, Cluj-Napoca, 2016, ISBN 978-606-737-185-7.
[243] Todorov, L. *Op. cit.*
[244] Carrigan, M. (2022). *"Income approach appraisal: direct capitalization method explained"*, e-book, disponibil la https://www.dealpath.com/blog/income-approach-appraisal-direct-capitalization-method/, accesat la data de 04.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

sale (spre deosebire de abordarea prin cost), ci de potențialul acesteia de a genera venituri pentru proprietarii săi în viitor. O companie poate deține milioane de active, dar poate să nu aibă niciun potențial de a genera venituri sau viceversa - valoarea activelor poate fi scăzută, dar compania poate avea un mare potențial de a aduce profituri și dividende proprietarilor săi în viitor. De aici reiese clar că este posibilă o diferență mare între valoarea companiei, determinată prin cele două abordări (venit și cost)[245]. Pe de altă parte, Buzu și Pedina (2015) consideră că abordarea prin venit poate fi utilizată cu succes și în situația imposibilității aplicării abordării prin comparație (piață)[246].

Prin raportarea la avantajele și dezavantajele acestei abordări, conchidem asupra faptului că abordarea bazată pe venit permite determinarea valorii unei companii aflate în condiții de continuitate a activității folosind parametrii financiari, rata de creștere și rata de actualizare specifici companiei evaluate.

Cu toate acestea, suntem de părere că fiecare metodă din cadrul abordării bazate pe venit trebuie selectată în funcție de aplicabilitatea ei, precum și de faptele și circumstanțele unice pentru compania în cauză. Prin urmare, considerăm că pentru succesul activității de evaluare, este nevoie de un expert în domeniu, pentru a se asigura că metodele sunt aplicate într-o manieră adecvată.

2.2.3. Oportunitatea abordării prin cost în evaluarea companiilor

Abordarea bazată pe active sau abordarea prin cost este definită de Consiliul pentru Standarde Internaționale de Evaluare (International Valuation Standards Council - IVSC) ca fiind o metodă care oferă o indicație asupra valorii unei afaceri sau a unei participații în afaceri fundamentată pe o agregare a valorii nete a activelor și pasivelor individuale[247].

Autori ca Dumitru și Avram (2017) consideră că abordarea bazată pe active este o metodă de estimare a valorii unei întreprinderi sau a capitalurilor proprii[248] dintr-o companie, pe baza sumei valorii nete a activelor și pasivelor individuale.

În opinia lui Anghel și colab. (2010), abordarea pe bază de active, presupune "evaluarea individuală adecvată a tuturor activelor și datoriilor firmei pentru a obține activul net și, deci o indicație a efortului de investire pe care l-ar face acționarii, dacă ar dori să creeze o replică a companiei-subiect"[249].

Standardele de evaluare a bunurilor, mai exact Standardul de evaluare – SEV 200 Întreprinderi și participații la întreprinderi[250], secțiunea 70.1 precizează faptul că abordarea prin cost poate fi utilizată în evaluarea companiilor, atunci când compania de află la începutul ciclului său de viață, fază în care indicatorii financiari, precum profitul și fluxul de numerar nu pot fi determinați în mod credibil, iar metoda comparației din cadrul abordării prin piață nu poate fi pusă în aplicare sau nu oferă comparații credibile.

---

[245] Todorov, L. (2019). *"Practical application of income capitalization method in business valuation–some highlights. Knowledge"*. International Journal, 34(1), 25-30.

[246] Buzu, O., Pedina, L. (2015). *"Evaluarea în contextul reformei contabile"*. Buletinul științific al Universității de Stat" Bogdan Petriceicu Hasdeu" din Cahul, Seria" Științe economice", 13(1), 58-66.

[247] International Valuation Standards Council, 2022, disponibil la https://www.ivsc.org/, accesat la data de 08.04.2022.

[248] Dumitru, N. I. C. A., Avram, L. G. (2017). *"Assets evaluation role in boosting activity in Romania"*. International Conference on Economic Sciences and Business Administration, Vol. 4, No. 1, pp. 301-313, Spiru Haret University.

[249] Anghel, I., Oancea Negescu, M., Anica Popa, A, Popescu, A. M. (2010). *"Evaluarea întreprinderii"*. Editura Economică, București, 2010, p. 162.

[250] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, ediția 2022, Standardul de evaluare – *SEV 200 Întreprinderi și participații la întreprinderi*, secțiunea 70.1, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 06.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

În sensul celor enunțate anterior, autori ca Turcas și colab. (2016)[251], consideră că această metodă poate fi utilizată în special pentru acele „active care nu au piață, care sunt rare sau deloc tranzacționate, pentru valorile mobiliare nelistate, respectiv în cazul participațiilor majore sau a celor care pot decide lichidarea activelor". O altă situație în care poate fi aplicată abordarea prin cost este reprezentată de firmele de holding, în care se va aplica metodă însumării (metoda activelor), care semnifică faptul că valoarea unui activ se determină prin agregarea valorilor individuale ale părților sale componente. În cele din urmă abordarea prin cost își găsește aplicabilitatea și în cazul în care compania nu își continuă activitatea și/sau atunci când valoarea de lichidare poate depăși valoarea companiei în condițiile de continuitate a activității.

În același asentiment este și autorul Bircea (2014), care consideră că, „în ipoteza continuității activității, valoarea estimată prin intermediul abordării pe bază de active, reprezintă un reper de comparație față de valorile estimate prin celelalte două metode.

De asemenea, dacă se are în vedere încetarea activității și a fuziunii, atunci abordarea prin cost reprezintă o abordare necesară"[252]. În esență, metodele de evaluare bazate pe bilanț sunt utilizate în mod tradițional pentru a determina valoarea activelor și pasivelor unei societăți, reflectate în situațiile financiare anuale. Astfel, metoda patrimonială se bazează pe concepția că valoarea unei companii este totalitatea activelor sale nete, cu alte cuvinte, activele totale minus datoriile[253]. Prin urmare, bazându-se pe acestea, abordarea utilizează în procesul de evaluare informații statice, fără a lua în considerare evoluția companiei sau influența unor factori externi. Bazându-se pe informațiile degajate de bilanțul contabil, evaluarea se realizează cu neluarea în calcul a unor elemente care crează valoare pentru companie, dar care nu sunt reflectate în bilanț (active intangibile neraportate, poziția de piață, contractele[254] etc).

Astfel, prima metodă care poate fi aplicată pentru a obține valoarea netă a activelor este *metoda valorii contabile nete (activul net contabil - ANC)*, care determină valoarea unei companii prin scăderea valorii pasivelor sale din cea a activelor sale, care prezintă dezavantajul faptului că nu ține cont de valoarea de piață, ci se fundamentează strict pe respectarea principiilor contabile de determinare a valorii contabile. Așadar, evaluarea bazată pe active se concentrează pe valoarea activelor unei companii sau pe valoarea justă de piață a activelor totale după deducerea datoriilor[255].

De asemenea, acest indicator prezintă limite importante în ceea ce privește asigurarea unei coerențe între valoarea contabilă și valoarea economică a activelor companiei.

Pentru a anihila acest dezavantaj, evaluatorii pot recurge la *abordarea valorii nete ajustate (care mai este cunoscut în literatură ca activul net contabil corectat - ANCC)*[256], care presupune ca toate activele și pasivele să fie reevaluate pe baza valorii lor de piață, a venitului sau a costului, care conduce la obținerea unei perspective mai precise asupra valorii economice a capitalurilor proprii ale unei companii. Valoarea netă ajustată se obține prin parcugerea următorilor pași: separarea activelor de exploatare (operaționale) de cele înafara exploatării (neoperaționale); toate activele operaționale sunt reevaluate la valoarea lor de piață și valoarea ajustată a activelor nete se calculează prin scăderea valorii corectate a pasivelor din valoarea

---

[251] Turcas, F., Dumiter, F., Brezeanu, P., Jimon, S. (2016). *"Theoretical and practical issues in business valuation"*. Studia Universitatis „Vasile Goldis" Arad–Economics Series, 26(4), 1-23.

[252] Bircea, I. (2014). *"Nevoia abordării pe bază de active in evaluarea companiei"*. Studia Universitatis Petru Maior. Series Oeconomica, 17-27.

[253] Ali, A. I. Y. (2022). *"Company performance assessment techniques"*. Volume VIII, n°02 (August 2022), disponibil la https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/196/8/2/199785, accesat la data de 06.07.2023.

[254] Fernández, P. (2007). *"Company valuation methods. The most common errors in valuations"*. IESE Business School, 449, 1-27.

[255] Phyu, M. T. (2023). *"Business Valuation of First Private Bank in Yangon Stock Exchange"* (Doctoral dissertation, MERAL Portal), accesat la data de 07.08.2023.

[256] Ghiță-Mitrescu, S., Duhnea, C. (2016). *"The adjusted net asset valuation method: Connecting the dots between theory and practice"*. Ovidius University Annals, Economic Sciences Series, 16(1), 521-526.

Scanned with OKEN Scanner

corectată a activelor. Din această perspectivă, Nicoară (2019), consideră că activul net contabil ajustat (ANCC) reprezintă cea mai importantă valoare patrimonială, deoarece ia în considerare incidența diferiților factori asupra valorii reale a activelor și asupra pasivelor sau datoriilor companiei[257]. De asemenea, în opinia lui Coulon și Coulon (2022)[258], metoda activului net contabil ajustat (ANCC) îmbunătățește calitatea bilanțului prin ajustarea și actualizarea valorilor contabile. Scopul este de a înlocui datele istorice privind costurile cu datele actuale de piață și de a elimina elementele nerecurente.

Abordarea prin active prevede ca alături de utilizarea ANC și ANCC să fie utilizat ca și criteriu de evaluare și *valoarea de lichidare.* Din perspectiva standardelor de evaluare a bunurilor, *valoarea de lichidare* este asociată cu suma care ar putea fi obținută din vânzarea în mod individual a unui activ sau a unui grup de active. Din perspectiva standardelor de evaluare a bunurilor, vânzarea pote fi *ordonată* (cu o perioadă optima dedicată activității de marketing) sau *forțată*, în care marketingul a fost limitat la o perioadă scurtă de timp. Cu referire la aplicabilitatea abordărilor de evaluare, standardele de evaluare a bunurilor indică recomandări de aplicare a abordărilor privind piața și veniturile, în dauna abordării prin cost. Din același punct de vedere, standardele de evaluare indică faptul că abordarea prin cost trebuie evitată, trebuind să fie utilizată cu predilecție doar acolo unde alte metode nu oferă rezultate credibile, *respectiv acolo unde valoarea de lichidare a bunurilor individuale este mai mare decât valoarea determinată în condițiile continuării activității*[259]. Abordarea costurilor prin intermediul utilizării valorii lichidative nu prezintă importanță decât dacă participarea evaluată dă dreptul de a lichida active, respectiv dacă această lichidare este posibilă și probabilă[260].

Sintetizând cele expuse anterior, putem menționa avantajele și dezavantajele acestei abordări care fac referire la:

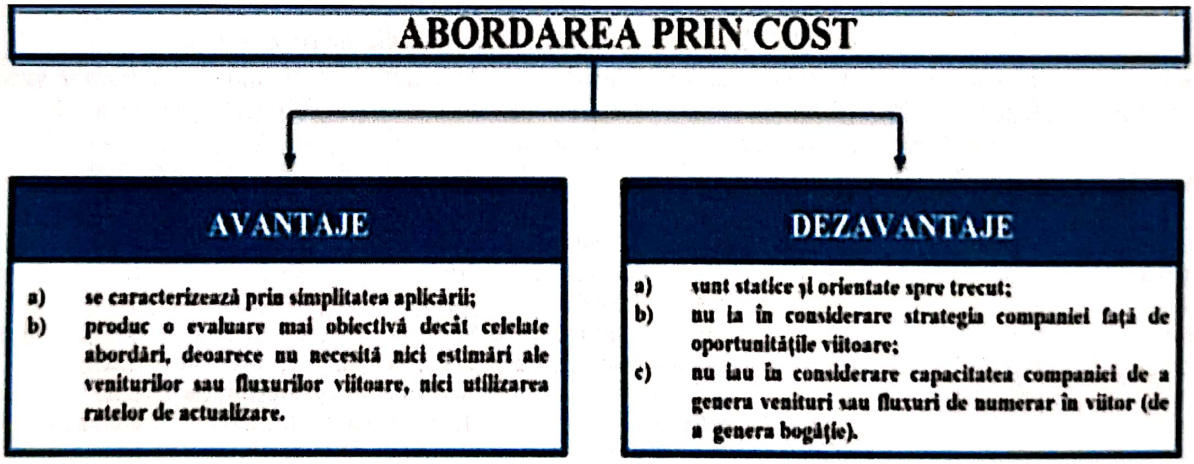

ABORDAREA PRIN COST
AVANTAJE
a) se caracterizează prin simplitatea aplicării;
b) produc o evaluare mai obiectivă decât celelate abordări, deoarece nu necesită nici estimări ale veniturilor sau fluxurilor viitoare, nici utilizarea ratelor de actualizare.
DEZAVANTAJE
a) sunt statice și orientate spre trecut;
b) nu ia în considerare strategia companiei față de oportunitățile viitoare;
c) nu iau în considerare capacitatea companiei de a genera venituri sau fluxuri de numerar în viitor (de a genera bogăție).

Figura 2.6. Avantajele și dezavantajele abordării prin cost
Sursa: Adaptare după Dumitrean (2009)[261], Hamdouni (2011)[262], Fărcaș (2016)[263]

---

[257] Nicoară, M. (2019). *"The Adjusted Net Asset, a Patrimonial Method to Determine the Value of Economic Entity"*. In International conference knowledge-based organization (Vol. 25, No. 2, pp. 69-73).
[258] Coulon, Y., Coulon, Y. (2022). *"Asset-Based Approach to Valuation. Small Business Valuation Methods: How to Evaluate Small"*, Privately-Owned Businesses, 21-70.
[259] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, ediția 2022, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 12.06.2023.
[260] Turcas, F., Dumiter, F., Brezeanu, P., Jimon, S. (2016). *"Theoretical and practical issues in business valuation"*. Studia Universitatis „Vasile Goldis" Arad–Economics Series, 26(4), 1-23.
[261] Dumitrean, I. (2009). *"Dynamic methods of enterprise valuation"*. Analele Științifice ale Universității» Alexandru Ioan Cuza «din Iași. Științe economice, 56(1), 10-26.
[262] Hamdouni, A. (2011). *"Valuation of Innovative Companies introduced in the New Market of the Stock Exchange of Paris"*. Finance India, 25(3).
[263] Fărcaș, D. (2016). *"Evaluarea firmei. Teorie și studii de caz"*. Editura UTPRESS, Cluj-Napoca, 2016, ISBN 978-606-737-185-7.

Scanned with OKEN Scanner

Chiar dacă aspectele care derivă din vânzare pot părea simple, la o primă vedere, Poborský (2015), atrage atenția asupra nerezolvării de către legislație a unor probleme stringente ale aplicării metodei care derivă din: obligația de a deduce costurile de tranzacție, problematica impozitării, actualizarea în cazul în care lichidarea durează mai mult timp etc. Dacă pentru aceste problematici literatura de specialitate a oferit *soluții viabile, estimarea ratei de actualizare*[264] utilizată rămâne o problemă deschisă.

2.3. Analiza critică a avantajelelor și limitelor metodelor tradiționale de evaluare a companiilor

În vederea atingerii celui de al doilea obiectiv al cercetării de față, acest subcapitol se focusează pe o trecere în revistă, prin apel la literatura științifică relevantă pe acest topic, a principalelor avantaje, dar mai ales a limitărilor și punctelor critice ale metodelor tradiționale și moderne de evaluare, încercând să evidențiem cele mai optime metode care pot fi aplicate în evaluarea organizațiilor de afaceri. Prin urmare, considerăm că se impune la acest moment al cercetării noastre să realizăm, mai întâi o clasificare a acestor metode, ca mai apoi să putem să le analizăm, în oglindă, din perspectiva avantajelor, limitelor și aspectelor critice ale fiecărei categorii. Sub acest aspect, cercetătorii Fernández (2007)[265] și Miciuła și colab. (2020)[266] realizează o clasificare a acestora, identificând în acest sens șase categorii de metode grupate astfel: metode patrimoniale, metode bazate pe rentabilitate, metode mixte, metode bazate pe comparație, metode bazate pe crearea de valoare, metode bazate pe opțiuni, așa cum se poate observa în Tabelul 2.1, la care am putea adăuga în optica noastră și metode bazate pe ESG.

Tabelul 2.1. Clasificarea metodelor de evaluare

Metode patrimoniale (bilanțul contabil)	*Metode bazate pe rentabilitate (contul de rezultat)*	*Metode mixte (fond comercial)*	*Metode bazate pe comparație*	*Metode bazate pe crearea de valoare*	*Metode bazate pe opțiuni*	*Metode bazate pe ESG*
Metoda valorii contabile (ANC); Metoda valorii contabilă ajustate (ANCC); Metoda valorii de lichidare; Metoda valorii substanțiale;	Metoda dividendului actualizat; Metoda fluxului de numerar actualizat (DCF); Metoda profiturilor viitoare actualizate;	Metoda costului mediu; Metoda elvețiană; Metoda Berlin; Metoda profitului în exces; Metoda Stuttgart; Metoda UEC; Metode hibride MDI-R;	Metoda multiplilor; Metoda tranzacțiilor comparabile;	EVA; Profit economic; Valoarea adăugată în numerar; Rentabilitatea investiției fluxului de numerar (CFROI);	Black and Sholes; Opțiuni de investiții, Abordare opțiunii reale (ROA); ROV.	Model CAPM cu influența ESG; DCF ajustat ESG; ESG risk-premium model; Real Option Value Related to ESG;

Sursa: Adaptare după Fernández (2007) și Miciuła și colab. (2020)

Clasificarea metodelor de evaluare realizată mai sus a fost necesară în economia demersului nostru științific pentru a putea realiza o analiză critică a celor mai importante avantaje limite și aspecte critice ale fiecărei grupe de metode. Aceste aspecte care sunt redate în tabelul 2.3.

---

[264] Poborský, F. (2015). *"Fundamentals of the Liquidation Method of Business Valuation"*. Procedia Economics and Finance, 25, 386-393.

[265] Fernández, P. (2007). *"Company valuation methods. The most common errors in valuations"*. IESE Business School, 449, 1-27.

[266] Miciuła, I., Kadłubek, M., Stępień, P. (2020). *"Modern methods of Business Valuation—case study and new concepts"*. Sustainability, 12(7), 2699.

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul 2.2. Avantajele şi limitările metodelor de evaluare

Metode	Avantaje	Limite şi aspecte critice
Patrimoniale	➢ Este cea mai simplă metodă de aplicat; ➢ Acestea produc o evaluare mai obiectivă decât alte metode, deoarece nu necesită nici estimări ale venituri sau fluxuri de numerar viitoare, nici utilizarea ratelor de actualizare; ➢ Este o metodă deosebit de potrivită pentru societăţile cu o capitalizare ridicată; ➢ Metoda activelor complexe permite o evaluare separată a active necorporale.	➢ Se bazează pe valorile istorice ale afacerii, care sunt în cele din urmă transformate în valori reale (prezente), disponibile la data (momentul) evaluării. ➢ Acestea nu iau în considerare capacitatea companiei de a genera venituri sau fluxuri de numerar în viitor (de a genera bogăţie); ➢ Procesul de evaluare a activelor la valori curente (valorile de piaţă), în loc de valorile de funcţionare, pot fi complexe şi costisitoare; ➢ Metoda simplă a activelor nu ia în considerare niciun element intangibil - imobilizări necorporale prezente în companie, dar care nu sunt capitalizate în bilanţ; ➢ Unele valori importante sunt omise din conturi, cu impact asupra valorii companiei; ➢ Interpretări diferite ale unor înregistrări contabile pot duce la alterarea rezultatelor evaluării companiei; ➢ Modificarea valorii indicatorului Preţ/valoare contabilă (price to book value) în funcţie doar de reglementările contabile şi nu şi de activitatea economică dovedeşte fragilitatea indicatorului; ➢ Metodele patrimoniale sunt folosite, în special, pentru estimarea valorii unei afaceri care îşi încheie activitatea (analiza retrospectivă) şi nu pentru o companie în derulare (going-concern).
Bazate pe venit/rentabilitate	➢ Acestea se bazează pe capacitatea viitoare de a produce venituri; ➢ Metoda complexă a venitului obligă evaluatorul să facă previziuni cât mai exacte posibil cu privire la veniturile viitoare.	➢ Ea constituie o evaluare subiectivă din cauza determinării venitului prospectiv şi alegerea ratei de actualizare; ➢ Veniturile sunt sensibile la numeroase manipulări, cum ar fi, de exemplu crearea de rezerve ascunse.
Mixte	➢ Acesta combină avantajele metodei patrimoniale şi metoda veniturilor;	➢ Alegerea ponderii care urmează să fie acordată celor două componente (active şi venit) este subiectivă;

Scanned with OKEN Scanner

Metode	Avantaje	Limite și aspecte critice
	➢ Acestea reduc marja de eroare a metodei veniturilor, consolidând astfel evaluarea prin cuantificarea valorii elementelor obiective ale activelor.	➢ Ele nu elimină complet subiectivitatea introdusă de către componenta de venit și încă suferă de lipsa de raționalitate științifică a metodei patrimoniale; ➢ Valoarea companiei variază ca urmare a alegerii în ceea ce privește ponderarea celor două metode aplicate.
Financiare	➢ Raționalitate ridicată legată de faptul că sunt bazate pe logica de prețuire a activelor financiare (sunt „preț") și reflectă teoria economică privind evaluarea corectă a investițiilor; ➢ Acestea evidențiază capacitatea companiei de a genera fluxuri de numerar reziduale și de a le pune la dispoziția investitorilor săi; ➢ Ele sunt mai obiective decât metodele bazate pe venit, deoarece nu sunt afectate de reglementările și principiile contabile adoptate pentru evaluarea costurilor nemonetare; ➢ Fluxurile de numerar oferă o indicație a probabilității de supraviețuire a companiei și a creării de valoare; ➢ Metoda financiară analitică obligă evaluatorul să facă cele mai exacte previziuni cu privire la fluxurile de numerar viitoare.	➢ Acestea denotă o mare subiectivitate în ceea ce privește estimarea fluxurilor de numerar viitoare ale companiei și de rata de actualizare; ➢ Dificultăți în aplicare.
Bazată pe multiplii	➢ Ușor de utilizat, deoarece se bazează pe date contabile obiective și pe parametri economici; ➢ Ele constituie un punct de referință pentru compararea valorilor care rezultă din celelalte metode de evaluare; ➢ Sunt preferați multiplii de active, deoarece sunt mai puțin afectați de diferențele dintre companii (standarde contabile, fiscalitate, nivel de îndatorare); ➢ Multipliicatorii de bază și cei de perspectivă permit, de asemenea, evaluarea companiilor cu rezultate curente negative; ➢ Evidențiază valoarea de piață.	➢ Raționalitatea științifică generală și, în special, diferența între conceptul de preț și cel de valoare în cazul evaluărilor care utilizează multiplii tranzacțiilor comparabile: ➢ Cotațiile bursiere ale companiilor sunt influențate de variabile subiective și fenomene extraordinare; ➢ Acestea necesită identificarea tranzacțiilor private comparabile sau societăți cotate comparabile; ➢ Este dificil pentru IMM-uri să identifice companii comparabile în mod realist; ➢ Sunt afectate de tendințele pieței;

Scanned with OKEN Scanner

Metode	Avantaje	Limite și aspecte critice
		➢ Multiplii bursieri depind de caracteristicile companiilor listate (dimensiuni medii spre mari, piață stabilă, potențial de creștere mai redus); ➢ Aplicarea multiplii bursieri la societățile necotate necesită o ajustare pentru a ține seama de lichiditatea mai redusă a investiției; ➢ Multiplii actuali și de urmărire nu pot fi aplicați companiilor cu rezultate negative; ➢ Multiplicatorii de bază și cei de perspectivă sunt afectați de incertitudinea în estimarea rezultatelor prospective.
Metoda opțiunilor reale	➢ Este deosebit de potrivită pentru evaluarea companiilor cu potențiale oportunități viitoare și un grad ridicat de risc.	➢ Dificultăți în estimarea datelor de evaluare; ➢ Ipotezele care stau la baza modelelor de stabilire a prețului opțiunilor sunt nerealiste în cazul opțiunilor reale; ➢ Există riscul de a lua în considerare de două ori valoarea opțiunii; ➢ Este recomandabil să se utilizeze acestă metodologie numai în cazurile în care metoda DCF nu reușește să exprime în mod adecvat oportunitățile de expansiune și atunci când compania are un avantaj competitiv exclusiv față de concurență.
Metoda capitalului de risc	➢ Cea mai potrivită pentru evaluarea companiilor aflate la început de drum (start-up-uri); ➢ Acesta este afectată de faza economică.	➢ În cazul în care este utilizată în scopuri investiționale, valoarea depinde de negocierea dintre acționari și capitalul de risc; ➢ Utilizarea unei rate țintă a rentabilității ca rată de actualizare este discutabilă.
Metode bazate pe ESG	➢ Pot măsura impactul ESG asupra creării de valoare și a performanței companiei; ➢ Permit calculul riscurilor specifice asociate factorilor ESG atunci când evaluează o afacere;	➢ Nu sunt încă reglementate de organismele de reglementare; ➢ Lipsa de comparabilitate a raportărilor ESG prin bilanțul de sustenabilitate.

Scanned with OKEN Scanner

Metode	Avantaje	Limite și aspecte critice
	➢ Permit evaluarea impactului ESG asupra fluxului de numerar viitor preconizat și a ratei de actualizare în modelul de evaluare a companiei; ➢ Îmbunătățirea capacității de evaluare a companiei de către profesioniști cu efecte asupra efectuării unei evaluări obiective și echitabile.	

Sursa: Adaptare după Rutigliano[267]; De Muri, 2005[268]; Luoni, 2015[269]; Cereghetti, 2016[270]; Manni, 2016[271]; Baroli și Ossoli, 2009[272]; Dallocchio și Salvi, 2011[273]; Pedriali, 2006[274], Lorenzetti, 2017[275]; Dumitrean, 2013[276]; Turcas și colab., 2016[277]

Analiza comparativă efectuată anterior și-a propus identificarea avantajelor, dar și a limitărilor metodelor tradiționale și moderne de evaluare cu scopul de a se putea identifica și fundamenta alegerea celor mai potrivită metodă de evaluare având în vedere particularitățile companiei evaluate, respectiv pentru a determina care abordări sunt cel mai bine utilizate și în ce cazuri.

De asemenea, considerăm că metodele de evaluare pot fi abordate și în complex[278], ceea ce va permite managerilor să elaboreze cu mai multă acuratețe cele mai potrivite modalități de a maximiza valoarea companiei în condițiile actuale caracterizate de un grad ridicat de incertitudine, sporind în acest fel eficiența companiei.

---

[267] Rutigliano, M. (2014). *"I metodi di valutazione di azienda"*. Disponibil pe https://www.corsi.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid698422.pdf, accesat la data de 20.03.2022.

[268] De Muri, P. (2005). *"La valutazione delle aziende"*. Disponibil pe site-ul Adacta: http://www.adacta.it/, accesat la 15.02.2022.

[269] Luoni, L. (2015). *"La valutazione aziendale. Modulo di Corporate Finance"*. Disponibil pe site-ul Valutazione d'azienda web dei corsi SUPSI: www2.icorsi.ch, accesat la data de 15.02.2022.

[270] Cereghetti, C. (2016). *"Valutazione aziendale. Recupero e approfondimenti concetti base"*. Disponibil pe site-ul SUPSI: www2.icorsi.ch, accesat la data de 15.02.2022.

[271] Manni, A. (2016). *"Valutazione d'azienda. Descrizione dei metodi di valutazione aziendale e applicazione pratica al caso specifico di un'impresa attiva nel ramo della ristorazione in Ticino"*, Tesi di Bachelor in economia aziendale, disponibil la https://tesi.supsi.ch/1390/1/Manni%20Andrea%20Tesi%20Bachelor.pdf, accesat la data de 20.06.2022.

[272] Baroli, F. şi Ossoli, G. (2009). *"Valore d'impresa e valore intangibile. Una metodologia per la valutazione delle aziende: guida alla misurazione e alla pianificazione del valore"*. Milano: Frango Angeli.Damodaran, A. (2010). Valutazione delle aziende. Milano: Apogeo.

[273] Dallocchio, M., Salvi, A. (2011). *"Finanza aziendale 2"*. Finanza straordinaria. Milano: Egea.

[274] Pedriali, F. (2006). *"Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali"*. Milano: Hoepli.

[275] Lorenzetti, C., (2017). *"La valutazione aziendale: applicazione dei metodi di valutazione aziendale ad un'azienda attiva nel settore delle telecomunicazioni in Svizzera: il caso Swisscom SA"*. Bachelor thesis, Scuola Universitaria Professionale della Svizzera Italiana, disponibil la https://tesi.supsi.ch/1836/, accesat la data de 20.06.2022.

[276] Dumitrean, I. (2013). *"Forecast Of Financial Values"*. The USV Annals of Economics and Public Administration, 12(1 (15)), 162-169.

[277] Turcas, F., Dumiter, F., Brezeanu, P., Jimon, S. (2016). *"Theoretical and practical issues in business valuation"*. Studia Universitatis „Vasile Goldis" Arad–Economics Series, 26(4), 1-23.

[278] Saksonova, S., Abramishivi, N., Papiashvili, T. (2020). *"Business valuation: classical and advanced methods"*, disponibil la adresa https://dspace.lu.lv/dspace/handle/7/54228, accesat la data de 12.06.2023.

Scanned with OKEN Scanner

Selectarea uneia dintre aceste metode de evaluări depinde de modul în care factorii determinanți ai valorii sunt luați în considerare de investitori atunci când își fundamentează decizia de investire[279].

Sub aspectul metodelor de evaluare din studiul literaturii de specialitate am observat o tendință de creștere a studiilor axate pe includerea informațiilor ESG în modelele de evaluare a companiilor, chiar dacă nu există în prezent metode standardizate.

Prin urmare, în urma analizei comparative efectuate se observă faptul că toate metodele identificate prezintă atât avantaje, cât și dezavantaje, iar alegerea celei mai potrivite metode de evaluare depinde de scopul evaluării și de abilitățile profesionale ale evaluatorului.

2.4. Aprecieri privind oportunitatea utilizării informațiilor nefinanciare în metodele de evaluare a companiilor din perspectiva organismelor internaționale de evaluare, standardelor internaționale de sustenabilitate și a directivei europene privind raportarea sustenabilității

Motivația acestui subcapitol rezidă din actualitatea reglementărilor internaționale și europene privind sustenabilitatea și din posibilitatea integrării lor în modelele de evaluare a companiilor.

Un alt factor motivator a fost reprezentat și de faptul că în propunerile de revizuire a Standardelor internaționale de evaluare emise de către Comitetul pentru Standardee Internaționale de Evaluare (IVSC), *care vor fi publicate în ianuarie 2024 și vor intra în vigoare începând cu luna iulie 2024*, se vor lua în considerare o serie de factori de influență asupra problematicii evaluării companiilor care fac referire la schimbările continue pe piețele globale și în practicile de evaluare, la impactul tehnologiei și a surselor de date, la necesitatea atingerii unui grad ridicat de claritate în modelele de evaluare, precum și *necesitatea de a aborda noi tipuri de active și pasive, inclusiv factorii de mediu, sociali și de guvernanță (ESG)*[280].

Astfel, în cele ce urmează, ne vom referi la cele două seturi de reglementări incidente raportării informațiilor privind sustenabilitatea, respectiv Standardele internaționale privind sustenabilitatea și Directiva europeană privind raportarea sustenabilității.

2.4.1. Rolul standardelor internaționale de sustenabilitate în definirea indicilor ESG

Importanța abordării sustenabilității, a dinamicii materialității, precum și necesitatea adoptării unor noi reglementări la nivel global, au determinat Fundația pentru standarde internaționale de raportare financiară (Fundația IFRS) să înființeze o nouă structură în componența sa, și anume Consiliul pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate (ISSB). Înființarea acestei noi structuri a avut loc cu prilejul Conferinței ONU[281], de la Glasgowm din anul 2021, axată pe problematicile generate de schimbările climatice ca răspuns la cerințele din ce în ce mai mari ale investitorilor pentru o raportare caracterizată printr-o înaltă calitate,

---

[279] Stancu, I., Obrejabraşoveanu, L., Ciobanu, A., Stancu, A.T. (2017). *"Are company valuation models the same? – a comparative analysis between the discounted cash flows (DCF), the adjusted net asset, value and price multiples, the market value added (MVA) and the residual income (RI) models"*, Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research, Issue 3/2017, Vol. 51.

[280] IVSC. (2023). *"IVSC Launches Public Consultation on Proposed Changes to International Valuation Standards (IVS)"*, disponibil la https://www.ivsc.org/ivsc-launches-public-consultation-on-proposed-changes-to-international-valuation-standards-ivs/, accesat la data de 12.07.2023.

[281] Ciobanu, L. (2021). *"Înființarea Consiliului pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate, un pas înainte în definirea indicilor ESG"*, disponibil la https://www.ey.com/ro_ro/sustainability/infiintarea-consiliului-pentru-standarde-internationale-de-sustenabilitate, accesat la data de 12.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

prin atingerea unui grad ridicat de transparență, fiabilitate și comparabilitate a raportării ESG de către companii[282].

Înființarea acestei noi structuri a fost determinată de necesitatea unificării standardelor de sustenabilitate existente într-un singur set de reglementări, adică care să asigure cerințele de bază privind standardele de sustenabilitate și obținerea unui nivel ridicat de coerență și de comparabilitate în ceea ce privește raportarea sustenabilității.

Prin urmare, obiectivul central al înființării ISSB rezidă din dorința de a crea un corp comun de standarde de sustenabilitate la nivel global, care să răspundă nevoilor informaționale ale investitorilor și ale altor părți interesate cu privire la riscurile[283] și oportunitățile companiilor privind sustenabilitatea, care să le permită acestora fundamentarea deciziilor lor și cu luarea în calcul a acestor informații nefinanciare.

Pentru relizarea acestui deziderat ISSB a avut în vedere ca aceste reglementări să vizeze, pe de o parte, cerințele generale de prezentare privind sustenabilitatea[284] și pe de altă parte cerințele de prezentare cu privire la aspectele climatice[285], ambele seturi de reglementări fiind lansate de către ISSB în dezbatere publică, sub formă de draft și s-au așteptat puncte de vedere până la data de 29 iulie 2022.

Astfel, după o perioadă de consultări a drafturilor de prezentare a acestor reglementări, la data de 26 iunie 2023, Consiliul pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate (ISSB) a emis[286] primele două standarde de raportare, IFRS S1 și IFRS S2, care reprezintă un pas crucial în ceea ce privește raportarea sustenabilității pentru piețele de capital de la nivel global.

Se impune, încă de la început, să precizăm faptul că termenul de raportare a sustenabilității, presupune o raportare anuală efectuată de către companii și care privește divulgarea de informații referitoare la impactul, riscurile și oportunitățile pe care activitățile întreprinse la nivel de business le au asupra mediului, companiei și guvernanței. Un alt aspect care se impune a fi precizat este faptul că termenul de raportare a sustenabilității înlocuiește termeni consacrați, precum "raportare non-financiară" și „raportare de mediu, socială și economică (ESG)", deși acest tip de raportare presupune în esență tot o divulgare a informațiilor legate de mediu, sociale și de guvernanță.

Suntem de părere că aceste standarde reprezintă primul pas în satisfacerea cerinței de coerență globală în ceea ce privește divulgarea informațiilor privind ESG.

Scopul comun al acestor două standarde de sustenabilitate rezidă din obiectivele ISSB, focusate pe aspecte, precum[287]:

---

[282] European Federation of Accountants and Auditors for SMES, (2022). "*Raportarea privind Sustenabilitatea. Cum pot cabinetele mici și mijlocii să își dezvolte capacitatea de a sprijini întreprinderile mici și mijlocii*", disponibil la https://efaa.com/wp-content/uploads/2023/01/Romanian_EFAA-Guide.pdf, accesat la data de 12.07.2023.

[283] Idem 265.

[284] IFRS Sustainability, IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information, Exposure Draft IFRS® Sustainability Disclosure Standard, disponibil la https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/general-sustainability-related-disclosures/exposure-draft-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf, accesat la data de 12.07.2023.

[285] IFRS Sustainability, IFRS S2 Climate-related Disclosures, Exposure Draft IFRS® Sustainability Disclosure Standard, disponibil la https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/climate-related-disclosures/issb-exposure-draft-2022-2-climate-related-disclosures.pdf, accesat la data de 12.07.2023.

[286] Brown, S. (2023). "*Consiliul pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate emite primele standarde de raportare*", disponibil la https://www.kreston.com/ro/issb-reporting-standards/, accesat la data de 12.07.2023.

[287] IFRS Foundation 2023 (International Financial Reporting Standards), ISSB issues inaugural global sustainability disclosure standards, disponibil la https://www.ifrs.org/groups/international-accounting-standards-board/, accesat la 10.02.2022., accesat la data de 12.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

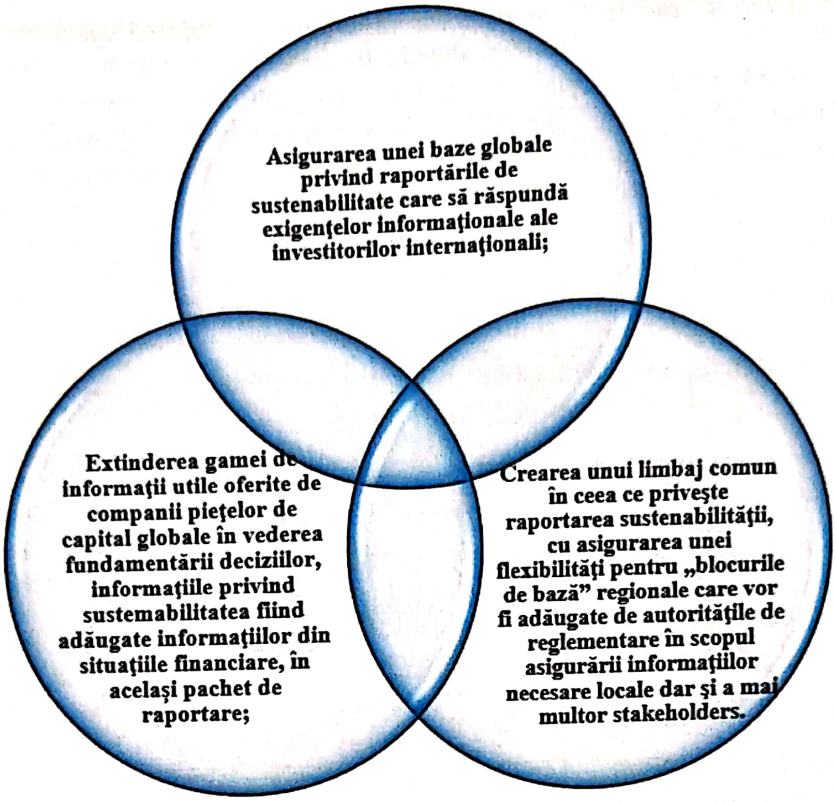

Asigurarea unei baze globale privind raportările de sustenabilitate care să răspundă exigențelor informaționale ale investitorilor internaționali;
Extinderea gamei de informații utile oferite de companii pieților de capital globale în vederea fundamentării deciziilor, informațiile privind sustemabilitatea fiind adăugate informațiilor din situațiile financiare, în același pachet de raportare;
Crearea unui limbaj comun în ceea ce privește raportarea sustenabilității, cu asigurarea unei flexibilități pentru „blocurile de bază" regionale care vor fi adăugate de autoritățile de reglementare în scopul asigurării informațiilor necesare locale dar și a mai multor stakeholders.

Figura 2.7. Scopul comun al IFRS S1 și IFRS S2
Sursa: Adaptare după IFRS (2023)

Astfel, în ceea ce privește IFRS S1 intitulat *"Cerințe generale pentru dezvăluirea informațiilor financiare legate de sustenabilitate"* acesta a fost emis în primul rând pentru a prescrie „cerințele generale pentru dezvăluirea informațiilor financiare legate de sustenabilitate și pentru a constitui un fundament pentru cerințele specifice la IFRS S2, precum și pentru alte standarde înafară de cele referitoare la climă și va intra în vigoare de la 1 ianuarie 2024, fiind permisă și aplicarea anterioară acestei date dar cu condiția aplicării și a IFRS S2.

De asemenea, aceast standard adoptă structura grupului de lucru privind raportările financiare legate de climă (Task Force on Climate-related Financial Disclosures - TFCD)[288].

Din textul IFRS S1 desprindem faptul că obiectivul principal[289] al acestuia este reprezentat de cerința impusă companiilor în ceea ce privește divulgarea unor informații legate de "riscurile și oportunitățile sale cu privire la sustenabilitate cu care se confruntă pe termen scurt, mediu și lung", care sunt utile părților interesate în vederea fundamentării deciziilor referitoare la "furnizarea de resurse către companie".

IFRS S1 impune obligativitatea pentru companii de a prezenta informații despre toate riscurile și oportunitățile legate de durabilitate, care ar putea surveni în mod rezonabil în ceea ce privește *fluxurile de trezorerie ale companiei, accesul acesteia la finanțare sau costul capitalului pe termen scurt,* mediu sau lung (denumite colectiv "*riscuri și oportunități legate*

[288] Brown, S. (2023). "*Consiliul pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate emite primele standarde de raportare*", disponibil la https://www.kreston.com/ro/issb-reporting-standards/, accesat la data de 12.07.2023.
[289] IFRS , IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information, disponibil la https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/#about, accesat la data de 12.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

de durabilitate care ar putea fi de așteptat în mod rezonabil să afecteze perspectivele companiei").[290]

IFRS S1 oferă pentru companii modalitatea de pregătire și raportare a informațiilor financiare privind durabilitatea, cu specificarea conținutului și a formei de prezentare a acestor informații, care să fie utile părților interesate în ceea ce privește fundamentarea deciziilor lor și perspectivele de investire în companie.

În esență IFRS S1 stabilește exigențele informaționale pentru companii în ceea ce privește "*riscurile și oportunitățile unei entități legate de sustenabilitate*" și le obligă pe acestea să publice informații legate de:

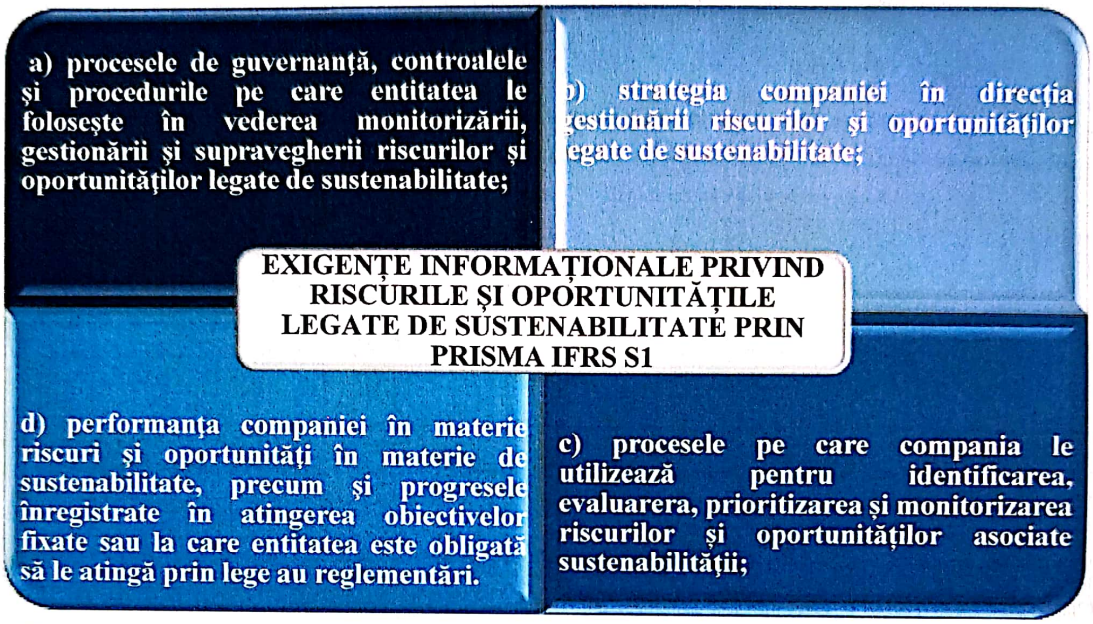

a) procesele de guvernanță, controalele și procedurile pe care entitatea le folosește în vederea monitorizării, gestionării și supravegherii riscurilor și oportunităților legate de sustenabilitate;
b) strategia companiei în direcția gestionării riscurilor și oportunităților legate de sustenabilitate;
EXIGENȚE INFORMAȚIONALE PRIVIND RISCURILE ȘI OPORTUNITĂȚILE LEGATE DE SUSTENABILITATE PRIN PRISMA IFRS S1
d) performanța companiei în materie riscuri și oportunități în materie de sustenabilitate, precum și progresele înregistrate în atingerea obiectivelor fixate sau la care entitatea este obligată să le atingă prin lege au reglementări.
c) procesele pe care compania le utilizează pentru identificarea, evaluarea, prioritizarea și monitorizarea riscurilor și oportunităților asociate sustenabilității;

Figura 2.8. Exigențe informaționale privind riscurile și oportunitățile legate de sustenabilitate prin prisma IFRS S1

Sursa: Adaptare după IFRS S1

În ceea ce privește IFRS S2, intitulat "*Dezvăluiri legate de schimbările climatice*", va intra și el în vigoare începând cu exercițiul financiar 2024, fiind permisă și o aplicare în avans de această dată cu condiția aplicării și a IFRS S1.

Obiectivul IFRS S2 rezidă din obligativitatea companiilor de a prezenta informații despre riscurile și oportunitățile sale legate de climă, care să fie utile pentru părțile interesate în luarea deciziilor referitoare la posibilitățile de investire[291].

Ca și în cazul IFRS S1, IFRS S2 obligă entitățile la publicarea de informații legate de climă și care pot afecta posibilitățile companiei de a genera *fluxuri de trezorerie, accesul acesteia la finanțare sau costul capitalului,* denumite generic "*riscuri și oportunități legate de climă cu impact așteptat în mod rezonabil să afecteze perspectivele companiei.*"

IFRS S2 se aplică, pe de o parte, riscurilor legate de climă la care este expusă compania, care sunt legate de riscurile fizice legate de climă și riscurile de tranziție legate de climă, iar pe de altă parte, oportunităților legate de climă de care dispune compania.

---

[290] IFRS, IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information, disponibil la https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/#about, aceesat la data de 12.07.2023..

[291] IFRS , IFRS S2 Climate-related Disclosures, dispobibil la https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/, aceesat la data de 12.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

Astfel, standardul, impune companiilor să prezinte informații utile utilizatorilor de rapoarte financiare în scopul înțelegerii unor aspecte legate de:

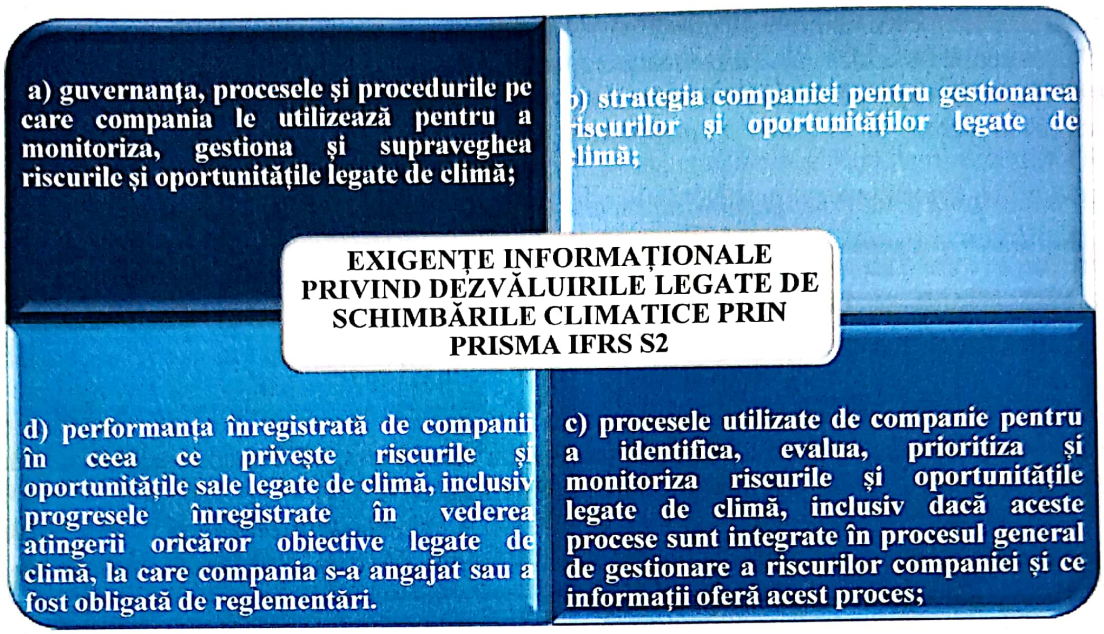

a) guvernanța, procesele și procedurile pe care compania le utilizează pentru a monitoriza, gestiona și supraveghea riscurile și oportunitățile legate de climă;
b) strategia companiei pentru gestionarea riscurilor și oportunităților legate de climă;
EXIGENȚE INFORMAȚIONALE PRIVIND DEZVĂLUIRILE LEGATE DE SCHIMBĂRILE CLIMATICE PRIN PRISMA IFRS S2
d) performanța înregistrată de companii în ceea ce privește riscurile și oportunitățile sale legate de climă, inclusiv progresele înregistrate în vederea atingerii oricăror obiective legate de climă, la care compania s-a angajat sau a fost obligată de reglementări.
c) procesele utilizate de companie pentru a identifica, evalua, prioritiza și monitoriza riscurile și oportunitățile legate de climă, inclusiv dacă aceste procese sunt integrate în procesul general de gestionare a riscurilor companiei și ce informații oferă acest proces;

Figura 2.9. Exigențe informaționale privind dezvăluirile legate de schimbările climatice prin prisma IFRS S2

Sursa: Adaptare după IFRS S2

Din perspectiva studiilor de specialitate pe acest topic, reduse ca număr, se remarcă autorul Zhou (2022), care în studiul realizat face o trecere în revista a studiilor efectuate pe acest domeniu și ajunge la concluzia că majoritatea autorilor susțin ideea conform căreia piața are tendința de a sancționa firmele care înregistrează niveluri ridicate ale emisiilor de carbon[292].

Din parcurgerea celor două standarde emise deja, putem să conchidem asupra faptului că acestea se focusează în principal pe asigurarea unui corp de reglementări cu aplicare globală în ceea ce privește publicarea de informații importante legate de sustenabilitate, care să fie utile părților interesate pentru luarea deciziilor.

De asemenea, considerăm că aceste standarde vor contribui la dezvoltarea și consolidarea inițiativelor existente în materie de sustenabilitate, prin crearea unui limbaj comun în materie de publicare a informațiilor ESG.

Publicarea unui set comun de raportări care integrează atât informațiile financiare din situațiile financiare, cât și informațiile nefinanciare de tip ESG (asigurarea unei conexiuni cu situațiile financiare), va conduce la reducerea dublei raportări și la economii de costuri în ceea ce privește raportarea ajutând companiile să comunice la nivel mondial în mod eficient din punct de vedere al costurilor.

Din aceeași perspectivă, parteneriatul dintre ISSB și Global Reporting Initiative (GRI) oferă ISSB perspectiva construirii unor cerințe inter-operabile cu standardele GRI, contribuind la reducerea sarcinii de publicare pentru companiile care utilizează atât standardele ISSB, cât și cele ale GRI pentru raportare, contribuind astfel la o raportare mai largă a sustenabilității.

Considerăm faptul că prin asigurarea unei comparabilități globale, atât de necesare în ceea ce privește informațiile privind dezvoltarea durabilă, companiile vor reuși să atragă noi investitori, să-și reducă costul capitalului și să-și sporească fluxurile de numerar.

---

[292] Zhou, S. (2022). "*Reporting and Assurance of Climate-Related and Other Sustainability Information: A Review of Research and Practice*". Australian Accounting Review, 32(3), 315-333.

Scanned with OKEN Scanner

Astfel, considerăm că aplicarea cerințelor prescrise de aceste două standarde vor conduce la un grad ridicat de comparabilitate a informațiilor nefinanciare raportate de entități, care va conduce la o mai bună comunicare și interconectivitate a acestora la nivel internațional, cu efecte notabile în ceea ce privește creșterea valorii de piață a companiilor.

Din aceste considerente, suntem de părere că se impune regândirea raportării financiare, prin integrarea raportării ESG în modelele de afaceri și implicit a regândirii setului de indicatori și metode de evaluare a companiilor.

2.4.2. Importanța Directivei privind Raportarea Corporativă de Sustenabilitate în aprecierea sustenabilității companiilor

Directiva UE privind raportarea corporativă de sustenabilitate (CSRD) a fost adoptată de către Parlamentul European pe data de 28 noiembrie 2022, și a intrat în vigoare[293] la data de 5 ianuarie 2023, cu scopul de a impune companiilor ce activează în cadrul UE să divulge date și informații cu referire la aspectele legate de mediu, sociale și de guvernanță, începând cu exercițiul financiar 2024, pentru care raportarea se va face în anul 2025, pentru acele companii care aplicau deja Directiva privind raportarea nefinanciară (NFRD).

Aceste noi reglementări înlocuiesc (NFRD) și modernizează și consolidează reglementările privind informațiile sociale și de mediu pe care companiile trebuie să le raporteze.

Astfel, aceste reglementări prevăd obligația tuturor companiilor mari și respectiv a companiilor cotate la bursă, inclusiv a IMM-urilor cotate la bursă (sunt exceptate microcompaniile listate și IMM nelistate), companiilor de asigurare și instituțiilor de credit, adică a companiilor relevante (sunt vizate aproximativ 50.000 de companii[294] față de 11.700 care aplicau NFRD), să raporteze informații legate de riscurile și oportunitățile care derivă din problemele sociale și de mediu, precum și informații îndreptate cu predilecție asupra impactului activităților lor asupra oamenilor și mediului.

Publicarea unor astfel de informații vor permite investitorilor, organizațiilor companiei civile, consumatorilor și altor părți interesate *să evalueze performanțele*[295] companiilor în materie de sustenabilitate, în acord cu cadrul acordului european pentru un mediu verde[296] (European Green Deal), conducând astfel la dirijarea investițiilor pe termen mai lungi de timp în activități și proiecte economice sustenabile[297].

Suntem de părere că noile reglementări vor permite investitorilor o mai bună fundamentare a deciziilor lor de investire evaluând astfel mult mai bine riscurile asociate investițiilor lor care decurg din schimbările climatice și din alte aspecte legate de durabilitate.

---

[293] European Commision , *"Corporate sustainability reporting"*, disponibil la https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en, accesat la data de 13.07.2023.

[294] Vrînceanu, L. (2023). *"Noua directivă UE privind sustenabilitatea ("CSRD") devine factor de schimbare"*, disponibil la https://www.ey.com/ro_ro/news/2022/11/noua-directiva-ue-privind-sustenabilitatea-devine-factor-de-schimbare, accesat la data de 13.07.2023.

[295] Vrînceanu, L. (2023). *"Noua directivă UE privind sustenabilitatea ("CSRD") devine factor de schimbare"*, disponibil la https://www.ey.com/ro_ro/news/2022/11/noua-directiva-ue-privind-sustenabilitatea-devine-factor-de-schimbare, accesat la data de 13.07.2023.

[296] European Commision, *"A European Green Deal, Striving to be the first climate-neutral continent"*, disponibil la https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en, accesat la data de 13.07.2023.

[297] Barangă, P. (2022). *"Importanța proiectului Directivei privind Raportarea Corporativă de Sustenabilitate (CSRD) din perspectiva finanțării sustenabile"*, disponibil la https://financialintelligence.ro/importanta-proiectului-directivei-privind-raportarea-corporativa-de-sustenabilitate-csrd-din-perspectiva-finantarii-sustenabile/, accesat la data de 13.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

De asemenea, aplicarea acestor reglementări la nivel global vor conduce la crearea unei culturi a transparenței în ceea ce privește impactul activității companiilor asupra mediului și oamenilor, cu efecte notabile asupra deciziilor investitorilor.

Suntem de părere că aplicarea acestor reglementări vor conduce la creșterea calității divulgării companiilor cu efecte benefice asupra creșterii performanței acestora pe termen mediu și lung și la reduceri de costuri privind raportarea prin armonizarea informațiilor care vor trebui raportate.

Domeniul de aplicare a acestei directive este extins considerabil față de directiva NFRD, sub aspectul că se aplică companiilor europene și din afara UE care își desfășoară activitatea în UE.

De asemenea, Vrînceanu (2023) Senior Manager EY România, este de părere că prin noua directivă europeană în materie de sustenabilitate se va asigura o *"conectivitate ridicată dintre declarațiile financiare și cele de sustenabilitate"*.

De asemenea, autorul anterior amintit invocă faptul că entitățile vor trebuie să reformeze modalitatea de publicare a informațiilor privind sustenabilitatea *în sensul asigurării unei viziuni prospective (obiectivele viitoare),* dar și a uneia *retrospective,* îndreptându-și atenția atât asupra impactului activității companiei lor asupra mediului și comunității, cât și *"impactul extern asupra procesului de creare de valoare al companiei" ("conceptul de dublă materialitate")*[298].

În esență, aplicarea în practică a acestor reglementări rezidă din publicarea de informații suplimentare cantitative și calitative atât în ceea ce privește informațiile trecute, cât și informații legate de viitor, cu accent asupra lanțului de creare de valoare de către companie[299].

În acest fel, suntem de părere că se atenuează o carență a raportării financiare tradiționale, orientată cu precădere asupra informațiile retrospective. De asemenea, considerăm că se impune luarea în calcul a acestor informații care concură la crearea de valoare pentru companii, în modelele de evaluare a afacerilor.

Considerăm faptul că prin extinderea domeniului de aplicare, prin auditarea informațiilor privind sustenabilitatea, prin includerea informațiilor privind raportarea sustenabilității într-un fomat digital și printr-un sistem eficient de sancționare a statelor membre privind nerespectarea reglementărilor europene, noua directivă CSRD constituie un adevărat catalizator al schimbării paradigmei raportării financiare și marchează începutul unei noi ere în ceea ce privește economia europeană, în acord direct cu angajamentele NET ZERO[300] ale UE.

De asemenea, considerăm că prin *cerința de certificare pentru raportarea de sustenabilitate*, precum și o accesibilitate ridicată a informațiilor, datorită publicării lor într-o secțiune distinctă a rapoartelor de management al companiilor, se va obține un adevărat consens între companie și părțile interesate, ca rezultat al instaurării unui dialog deschis cu referire la capacitatea companiei de a genera valoare și va spori gradul de încredere în informațiile furnizate, *cu efecte notabile asupra creșterii calității divulgării și a creșterii valorii de piață pentru companiile raportoare.*

Considerăm că raportarea sustenabilității nu mai poate sta înafara planurilor de afaceri ale fiecărei companii care tinde spre o dezvoltare sustenabilă, ci trebuie să fie inclusă în stretegiile și politicile manageriale. Din acest punct de vedere, autoarea Indyk (2022)[301] consideră că cel mai dificil aspect va fi cel legat de cuantificarea impactului sustenabilității și a riscurilor și oportunităților legate de climă asupra situațiilor financiare.

---

[298] Vrînceanu, L. *Op. Cit.*

[299] Ibidem.

[300] Net ZERO presupune atingerea unui echilibru intre cantitatea de emisii produse si cele eliminate din atmosfera, având ca efect reducerea încălzirii globale.

[301] Indyk, M. (2022). *"Are the Companies Prepared for Sustainability Reporting under the ED IFRS S1 and S2? Evidence from Poland"*, Audit Financiar, vol. XX, no. 4(168)/2022, pp. 641-654, DOI: 10.20869/AUDITF/2022/168/022.

Scanned with OKEN Scanner

Trebuie să mai adăugăm faptul că în anul 2022, Grupul consultativ european pentru raportarea financiară (European Financial Reporting Advisory Group - EFRAG) a publicat proiectul Standardelor europene de raportare privind dezvoltarea durabilă (European Sustainability Reporting Standards - ESRS), care vor intra sub incidența CSRD.

Pentru a căpăta caracter de lege, ESRS trebuie să fie puse în aplicare de Comisia Europeană și aprobate de către Parlamentul European și Consiliul European.

În prezent, aceste standarde urmează să fie emise (se preconiza inițial trimestrul 2 al anului 2023, până la data de 7 iulie 2023, acestea aflându-se în dezbatere publică)[302].

În acest context considerăm că se impun, câteva precizări legate de diferențele existente între CSRD și ESRS. Astfel, CSRD reprezintă *legea* care instituie obligativitatea raportării aspectelor ce țin de sustenabilitate pentru companiile vizate, în timp ce ESRS oferă un *cadru* referitor la modul în care companiile trebuie să raporteze cu privire la indicatorii ESG pentru a se conforma cerințelor CSRD.

Astfel, au fost elaborate 13 proiecte de ESRS în acord cu atingerea obiectivului CSRD de îmbunătățire a raportării în raport cu indicatorii ESG în întreaga regiune. Aceste 13 proiecte de ESRS cuprinde cerințele din patru categorii generale, astfel[303]:

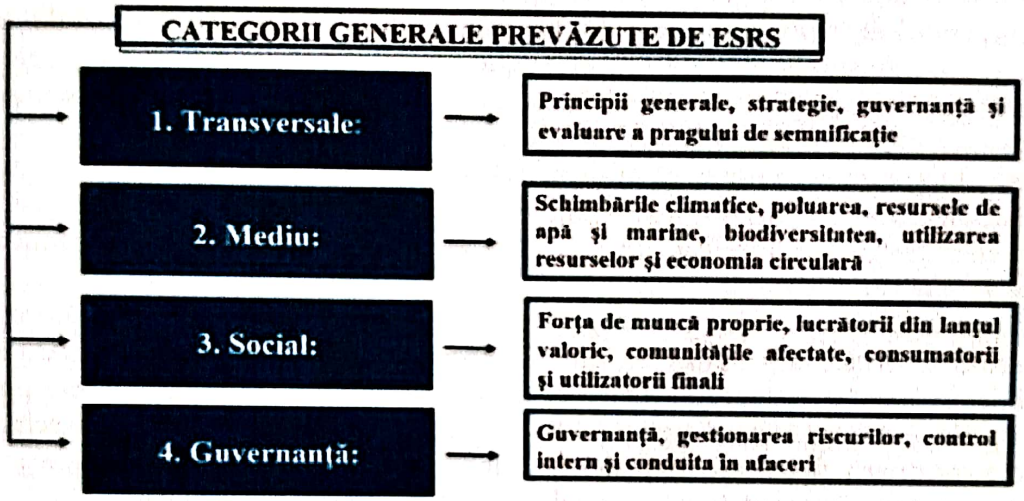

CATEGORII GENERALE PREVĂZUTE DE ESRS
1. Transversale:
Principii generale, strategie, guvernanță și evaluare a pragului de semnificație
2. Mediu:
Schimbările climatice, poluarea, resursele de apă și marine, biodiversitatea, utilizarea resurselor și economia circulară
3. Social:
Forța de muncă proprie, lucrătorii din lanțul valoric, comunitățile afectate, consumatorii și utilizatorii finali
4. Guvernanță:
Guvernanță, gestionarea riscurilor, control intern și conduita în afaceri

Figura 2.10. Categorii generale prevăzute de ESRS

Sursa: Adaptare după IBM (2023)

Trebuie să menționăm faptul că cerințele transversale vor fi obligatorii pentru toate organizațiile care intră în domeniul de aplicare al CSRD, în timp ce celelalte vor fi obligatorii pentru acele organizații care le consideră semnificative.

De asemenea și aceste standarde respectă cerința de dublă materialitate, adică vor trebui să raporteze atât informații legate de impactul activităților lor asupra mediului și oamenilor, cât și aspecte care au un impact asupra companiei însăși.

Prin aceste patru categorii generale, observăm o abordare îndreptată în direcția unei raportări holistice a sustenabilității, care include alături de indicatorii de mediu și indicatori cheie de performanță socială și de guvernanță a riscurilor.

---

[302] European Commsion, *"European sustainability reporting standards – first set"*, disponibil la *https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13765-European-sustainability-reporting-standards-first-set_en*, accesat la data de 13.07.2023.

[303] IBM (2023). *"The EU's Corporate Sustainability Reporting Directive explained"*, disponibil la https://www.ibm.com/blog/eu-csrd-explained/, accesat la data de 13.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

2.5. Concluzii rezumative

Aşa cum am precizat şi la începutul acestui capitol, scopul acestuia a fost reprezentat de o analiză critică a abordărilor utilizate în practica evaluării companiilor, analiză efectuată prin apel la standardele naţionale de evaluare a bunurilor emise de ANEVAR, cât şi prin apel la literatura de specialitate relevantă în domeniu, analiză care ne-a permis fundamentarea unor opinii proprii relative acestora. De asemenea, aspectele considerate critice, din perspectiva noastră, au reprezentat fundamentul chestionarului structurat aplicat profesioniştilor evaluatori de întreprinderi din România, cercetare realizată în capitolele 3 şi, respectiv, 4. Prin urmare, în cele ce urmează vom recurge la o scurtă sinteză a celor mai importante aspecte desprinse din acest acapitol.

Astfel, în ceea ce priveşte abordarea prin piaţă, suntem de părere că aceasta rezidă în principal în estimarea valorii unei companii, în condiţiile existenţei unei pieţe active, utilizându-se comparativ cele mai recente tranzacţii cu companii similare pe piaţa de vânzări şi achiziţii. Deducem din acele afirmate anterior, că atingerea unei pieţe active solicită atingerea omogenităţii activelor, a existenţei unui număr suficient de cumpărători şi vânzători în orice moment, iar preţurile de tranzacţionare să fie accesibile evaluatorilor. De asemenea, în lipsa îndeplinirii acestor criterii, abordarea prin piaţă nu poate fi utilizată în evaluarea companiilor şi atunci evaluatorii vor trebui să se îndrepte spre o altă abordare considerată oportună.

Sub aspectul avantajelor şi dezavantajelor abordării prin venit, opinăm că abordarea bazată pe venit oferă posibilitatea determinării valorii unei companii aflate în condiţii de continuitate a activităţii prin apel la utilizarea unor parametri financiari, a ratei de creştere şi a ratei de actualizare specifici companiei care reprezintă subiect al evaluării.

Selecterea metodei optime utilizate în evaluarea companiilor, efectuată în principal în funcţie de aplicabilitatea ei, precum şi de faptele şi circumstanţele unice pentru compania în cauză, rămâne apanajul exclusiv al evaluatorului profesionist. Acest lucru presupune utilizarea raţionamentului profesional al evaluatorului, pentru ca metodele selectate de aceştia să poată fi aplicate într-o manieră adecvată şi consecventă.

Cu referire la abordarea prin cost atât Standardele de evaluare a bunurilor, cât şi literatura de specialitate oferă indicaţii asupra utilizării abordării prin cost în evaluarea companiilor. Sub acest aspect, suntem de părere că abordarea prin cost poate fi utilizată cu succes atunci când compania se află la începutul activităţii sale, fază în care indicatorii financiari, precum profitul şi fluxul de numerar nu pot fi determinaţi în mod credibil pentru a se putea aplica abordarea bazată pe venituri, iar metoda comparaţiei din cadrul abordării prin piaţă nu poate fi utilizată sau nu permite comparaţii credibile.

Prin urmare, deducem faptul că abordarea prin cost utilizează în procesul de evaluare a companiei informaţii statice, cu caracter retrospectiv şi nu ia în calcul evoluţia companiei sau influenţa unor factori externi.

Prin urmare, analiza comparativă a celor trei abordări utilizate în evaluarea companiilor (abordarea prin piaţă, aboradarea prin venit şi abordarea prin cost), cu accent pe sublinierea avantajelor şi a limitelor metodelor tradiţionale de evaluare a companiilor, ne-a permis fundamentarea unor concluzii proprii legate de aceste abordări.

În urma acestei analize, suntem de părere că metodele tradiţionale de evaluare prezintă multiple limite şi carenţe în evaluarea valorii globale a companiilor şi nu mai răspund cerinţelor actuale în evaluare, datorită evoluţiei economiilor lumii şi a schimbărilor de paradigmă în practica afacerilor. Din acest punct de vedere, se observă o tendinţă actuală, mai ales a companiilor mari, îndreptată în direcţia unor afaceri prietenoase cu mediul înconjurător şi cu comunitatea în care îşi desfăşoară activitatea, politici menite să concure la asigurarea sustenabilităţii afacerilor.

Scanned with OKEN Scanner

Din aceste considerente, am recurs la tratarea, într-un subcapitol distinct, a oportunității utilizării informațiilor nefinanciare de tip ESG în metodele de evaluare a companiilor din perspectiva organismelor internaționale de evaluare, standardelor internaționale de sustenabilitate și a directivei europene privind raportarea sustenabilității, care în opinia noastră, acoperă o parte din lacunele informaționale ale metodelor clasice de evaluare.

Sub raportul aprecierilor privind oportunitatea utilizării informațiilor nefinanciare în metodele de evaluare a companiilor din perspectiva organismelor internaționale de evaluare, standardelor internaționale de sustenabilitate și a directivei europene privind raportarea sustenabilității, suntem de părere că reglementările europene în materie de sustenabilitate vor asigura *atât baza legislativă,* cât și *cadrul european de raportare a sustenabilității,* care vor asigura atingerea dezideratului de NET ZERO pentru Europa, cu eforturi susținute din partea companiilor, dar și a organismelor de reglementare (guvernele naționale) în implementarea practică a acestora la nivel de companii.

În acest sens studiul realizat de Pratama și colab. (2022) la nivelul a patru țări asiatice (trei dezvoltate și una în curs de dezvoltare) relevă un grad redus de aplicabilitate a IFRS S1 mai ales în rândul țărilor în curs de dezvoltare[304].

Din acest punct de vedere, considerăm că armonizarea reglementărilor în materie de raportare a sustenabilității reprezintă un demers dificil și destul de dificil de implementat de către toate țările și de către toate companiile relevante.

Dintr-un alt punct de vedere, autorul Teixeira (2023) este de părere că arhitectura standardelor de sustenabilitate nu diferă de cea a IFRS, deoarece nu s-a dorit altceva decât integrarea raportării contabile și a raportării sustenabilității într-un cadru mai larg în scopul asigurării unei raportări financiare generale și subliniază necesitatea conlucrării viitoare a IASB și a ISSB în această direcție[305].

Din perspectiva schimbării de paradigmă în raportarea financiară, prin crearea unei singure raportări atât de natură financiară, cât și de raportare a sustenabilității, atingându-se astfel dezideratul unei raportări globale[306], considerăm că este necesară și o schimbare de paradigmă în evaluarea companiilor.

În acord cu opinia noastră este și studiul efectuat de Gaviria și colab. (2023), care subliniază faptul că prin intermediul instrumentului de sondaj folosit și a analizei IFRS S1 și S2, a fost posibilă identificarea în industriile evaluate a faptului că nu există mecanisme de control, deschizând calea *pentru recrearea unor indicatori* care să permită evaluarea activităților economice ale industriei și să propună crearea de conturi contabile în active printre resursele utilizate în managementul mediului[307].

În aceeași linie cu studiul anterior, se remarcă studiul efectuat de Wagenhofer (2023) care atrage atenția asupra faptului că standardele de raportare privind sustenabilitatea impun companiilor să producă un volum ridicat de date a căror utilitate pentru utilizatori nu este clară, cu costuri ridicate pentru firme. De asemenea, autorul menționat relevă faptul că informațiile

---

[304] Pratama, A., Jaenudin, E., Anas, S. (2022). *"Environmental, Social, Governance-Sustainability Disclosure Using International Financial Reporting Sustainability Standards S1 in Southeast Asian Companies: A Preliminary Assessment"*. International Journal of Energy Economics and Policy, 12(6), 456.

[305] Teixeira, A. (2023). *"An Architecture for General-purpose Financial Reporting–The Development of ISSB Sustainability Disclosure Standards"*. Available at SSRN 4492082.

[306] Avi, M. S. (2022). *"The Relationship Between Financial Reporting and Sustainability Report. The Exposure Draft: IFRS S1 General Requirement for Disclosure of Sustainability-Related Financial Information (From International Sustainability Standard Board) Overcomes the Duality of External Corporate Disclosure"*. Journal of Economics, Finance and Management Studies, 5(04), 1008-1031.

[307] Gaviria, D. A. G., Martínez, E. M. C., Polo, O. C. C., Arcila, J. O. S. (2023). *"Accounting Mechanism to Measure the Environmental Impact of Industries in the Aburrá Valley and its Application of the General Disclosure Requirements Related to Financial Information on Sustainability (IFRS S1) and Climate-Related Disclosures (IFRS S2)"*. Revista de Gestão Social e Ambiental, 17(5), e03639-e03639.

Scanned with OKEN Scanner

privind sustenabilitatea raportate de companii reprezintă mai mult date de intrare (inputs) în dauna datelor de ieşire (outputs) considerate mai relevante pentru utilizatori decât datele de intrare[308].

Lipsa agregării informaţiilor privind sustenabilitatea reprezintă un alt punct slab în optica autorului citat, *neputându-se astfel evalua, performanţa, eficacitatea şi eficienţa sustenabilităţii, la fel cum se folosesc indicatori agregaţi ca profitul sau capitalul propriu pentru raportările financiare.* Din acest motiv, agregarea poate fi efectuată de utilizatorii externi, dar acest lucru conduce la lipsa de comparabilitate a informaţiilor privind sustenabilitatea la nivelul companiilor. Autorul menţionat conchide asupra faptului că este necesară o standardizare a indicatorilor relevanţi privind raportarea sustenabilităţii pentru a putea fi utilizaţi în analizele comparative pe scară largă.

Considerăm astfel că indicatorii nefinanciari de tip ESG trebuie să fie incluşi în modelele de evaluare a companiilor, deoarece este unanim acceptat că aceştia creează valoare pentru companie şi, prin urmare, această valoare trebuie cuantificată cât mai fidel.

Aşadar, se impune astfel o regândire a modelelor clasice de evaluare a companiilor prin elaborarea de noi modele de evaluare a companiilor care să surprindă impactul factorilor ESG asupra companiilor (din perspectiva impactului acestora asupra performanţei, creşterii valorii de piaţă, scăderii costului capitalului etc.).

Astfel, în ultima parte a lucrării de faţă, vom încerca să surprindem impactul factorilor ESG asupra sustenabilităţii financiare a companiilor cotate la BVB, pe sectoare de activitate, având în vedere şi preocupările actuale ale EFRAG de a emite standardele ESRS specifice pe sectoare de activitate, precum şi standarde adaptate pentru IMM-urile cotate[309].

---

[308] Wagenhofer, A. (2023). *"Sustainability Reporting: A Financial Reporting Perspective"*. Accounting in Europe, 1-13.

[309] European Federation of Accountants and Auditors for SMES, (2022). "*Raportarea privind Sustenabilitatea. Cum pot cabinetele mici şi mijlocii să îşi dezvolte capacitatea de a sprijini întreprinderile mici şi mijlocii,*" disponibil la https://efaa.com/wp-content/uploads/2023/01/Romanian_EFAA-Guide.pdf, accesat la data de 13.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 3. ANALIZA PERCEPȚIEI EVALUATORILOR DE ÎNTREPRINDERI DIN ROMÂNIA CU PRIVIRE LA POSIBILITĂȚILE DE ÎMBUNĂTĂȚIRE A METODELOR CLASICE DE EVALUARE A COMPANIILOR

3.1. Contextul cercetării

În actuala configurație mondială a pieţelor globalizate, a manifestării crizelor multiple şi a modificărilor legislative intervenite la nivel internaţional, se impun schimbări de paradigmă şi în domeniul evaluării companiilor.

Astfel, considerăm că metodele clasice de evaluare nu mai pot reda într-o manieră obiectivă valoarea unei companii. De aceea, se impune identificarea unor noi metode de evaluare adaptate noilor schimbări intervenite.

Prin urmare, considerăm că identificarea unor noi metode de evaluare poate fi realizată doar prin efortul comun al organismului de reglementare în domeniul contabilităţii (IASB) prin reactualizarea Standardelor internaţionale de raportare financiară (IFRS) , a implicării Comitetului pentru standarde internaţionale de evaluare (IVSC) prin adaptarea standardelor internaţionale de evaluare a bunurilor (IVS), a profesioniştilor contabili şi în evaluarea bunurilor, dar şi a managementului companiilor şi comunităţii academice care, prin cercetările efectuate, pot propune metode noi de evaluare a companiilor adaptate noilor realităţi economice.

Din aceste considerente, am apreciat ca fiind oportun în demersul nostru de cercetare din acest capitol să ne focusăm atenţia asupra evaluatorilor de întreprinderi din România, din perspectiva identificării opiniei lor cu privire la factorii care pot conduce la îmbunătţirea metodelor clasice şi moderne de evaluare a companiilor.

Astfel, scopul acestui capitol este reprezentat de testarea percepţiei profesioniştilor evaluatori de întreprinderi (EI) din România cu privire la posibilităţile de îmbunătăţire a metodelor clasice de evaluare a companiilor.

În vederea atingerii acestui scop ne-am fixat următoarele obiective:

O1. Creionarea unui profil al evaluatorilor de întreprinderi din România;

O2. Identificarea percepţiei EI cu privire la avantajele şi limitele abordării prin piaţă în evaluarea companiilor;

O3. Evidenţierea beneficiilor şi a neajunsurilor metodelor bazate pe cost şi a metodelor mixte în evaluarea companiilor din perspectiva EI;

O4. Reliefarea opiniei EI cu privire la utilizarea metodelor bazate pe crearea de valoare în evaluarea companiilor;

O5. Sondarea opiniei EI cu privire la posibilităţile de optimizare a metodelor de evaluare a companiilor.

Metodologia cercetării este de tip calitativ şi s-a concretizat în elaborarea unui chestionar aplicat profesioniştilor evaluatori de întreprinderi, membri ANEVAR din România, privind percepţia acestora asupra metodelor clasice şi moderne de evaluare a companiilor şi identificarea unor posibilităţi de optimizare a acestora, prin intermediul unui model econometric bazat pe o ecuaţie de regresie liniară multiplă.

Rezultatele studiului s-au concretizat în creionarea unui profil al evaluatorilor de întreprinderi din România, sondarea opiniilor EI cu privire la abordările utilizate în evaluarea companiilor şi identificarea posibilităţilor de optimizare a metodelor clasice şi moderne de evaluare a companiilor.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

3.2. Recenzia literaturii de specialitate

Aşa cum aminteam şi în secţiunea anterioară, mutaţiile intervenite la nivelul economiilor lumii, generate de manifestarea unor crize sanitare, economice şi geopolitice, au condus şi la nevoia unor schimbări legislative în materie de contabilitate din partea organismelor de reglementare din domeniu. În acest sens, considerăm că doar printr-un efort conjugat al tuturor actorilor implicaţi în acest proces (IASB, IVSC, UE), se vor putea găsi cele mai optime măsuri legislative, cu impact asupra dezvoltării sustenabile a companiilor.

În contextul cercetării noastre, considerăm că rolul specialiştilor în evaluare nu poate fi ignorat, deoarece aceştia deţin un rol primordial în estimarea valorii globale a companiilor, cu atât mai mult în condiţiile unei economii mondiale carcaterizată de un grad ridicat de incertitudine şi risc.

Din perspectiva informaţiilor utilizate în evaluarea companiilor şi a metodelor utilizate, studiul realizat de Allee şi colab. (2020), pe un eşantion de 172 de specialişti în evaluare, subliniază importanţa raţionamentului profesional în alegerea metodei optime de evaluare, precum şi a preferinţei evaluatorilor chestionaţi pentru metodele bazate pe venituri în evaluarea companiilor[310].

Studiul doctoral realizat de Bu (2022), focusat pe investigarea rolul specialiştilor în evaluare în determinarea calităţii raportării evaluărilor de nivel 3 ale valorii juste, pe un eşantion de bănci internaţionale, subliniază că aceştia prin evaluările întreprinse pot oferi o persistenţă mai mare a câştigurilor şi implicit o relevanţă mai mare a valorii companiei[311]. Din aceste considerente, autorul atrage atenţia asupra importanţei specialiştilor în evaluare în estimarea valorii companiilor şi a rolului organismelor de standardizare în identificarea soluţiilor optime de publicare a unor informaţii detaliate, necesare evaluatorilor specialişti în fundamentarea valorii.

În aceeşi direcţie cu studiul anterior citat, studiul realizat de Kjellevold (2020) şi axat pe analizarea literaturii academice privind eficacitatea specialiştilor terţi în monitorizarea fiabilităţii evaluărilor la valoarea justă, conchide că specialiştii în evaluare din afara companiei (profesionuişti evalutori terţi) sunt asociaţi cu estimări ale valorii juste mai fiabile atât pentru activele sau pasivele financiare, cât şi pentru cele nefinanciare, ceea ce susţine ideea că specialiştii terţi îndeplinesc un rol valoros în îmbunătăţirea fiabilităţii estimărilor la valoarea justă şi în reducerea riscului de informare al investitorilor[312].

Sub acest ultim aspect, studiul realizat de Barr-Pulliam (2023) bazat pe intervievarea specialiştilor în evaluare, angajaţi de firmele de audit în marile companii financiare globale, sub aspectul modului în care aceştia influenţează estimarea valorilor juste ale unor instrumente financiare complexe. Rezultatele obţinute atrag atenţia asupra subiectivismului evaluărilor şi faptului că aceştia pot denatura estimările efectuate, cu impact asupra utilizatorilor situaţiilor financiare[313].

---

[310] Allee, K. D., Erickson, D., Esplin, A. M., Yohn, T. L. (2020). *"The characteristics, valuation methods, and information use of valuation specialists"*. Accounting horizons, 34(3), 23-38.

[311] Bu, A. (2022). *"The role of valuation specialists in determining the reporting quality of level 3 fair value measurement"* (Doctoral dissertation, Queensland University of Technology), disponibil la https://eprints.qut.edu.au/235058/, accesat la data de 05.08.2023.

[312] Kjellevold, K. (2020). *"Monitoring of Fair Value Reliability by Third-Party Specialists: A Review and Integration of Empirical Research"*, disponibil la https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3496001, accesat la data de 05.08.2023.

[313] Barr-Pulliam, D. E. R. E. C. K., Joe, J. R., Mason, S. A., Sanderson, K. A. (2023). *"How Valuation Specialists Influence Fair Value Measurements"*, disponibil la https://acis.pamplin.vt.edu/content/dam/acis_pamplin_vt_edu/research/2023/Pulliam.pdf, accesat la data de 05.08.2023.

Studiul realizat de Drake şi colab. (2019) orientat asupra opiniei utilizatorilor de situaţii financiare în ceea ce priveşte supraîncărcarea informaţională a acestora, a scos în evidenţă faptul că o mică parte a respondenţilor studiului consideră că situaţiile financiare anuale conţin o cantitate prea mare de informaţii care le afectează procesul decizional, cea mai mare parte a respondenţilor (două treimi din respondenţi) opinând asupra necesităţii ca organismele de reglementare (IASB) să dispună extinderea prezentării mai multor informaţii în raportările anuale[314].

Din aceste considerente, suntem de părere că extinderea divulgării informaţionale prin intermediul raportărilor anuale, poate avea efecte pozitive şi asupra evaluării companiilor, din perspectiva fundamentării mai aprofundate a alegerii metodei optime de evaluare.

Dintr-o altă perspectivă, studiul realizat pe bază de chestionar de către Gurzawska (2021) şi canalizat pe obţinerea unor informaţii despre integrarea conceptului de inovare responsabilă în practicile companiilor şi, respectiv pe identificarea unor abordări de evaluare a practicilor de inovare ale companiilor care iau în considerare responsabilitatea, etica şi sustenabilitatea, a scos în evidenţă două tipuri principale de evaluare şi control al inovării responsabile în rândul companiilor, şi anume *evaluarea şi orientarea*[315]. De asemenea, autorul, atrage atenţia asupra faptului că se impun noi abordări ale inovării responsabile în afaceri, care solicită un management strategic şi responsabil al inovării.

Din acest punct de vedere, considerăm că în noul context european, orientat spre sustenabilitate şi neutralitate climatică până în anul 2050, companiile vor alege să integreze inovarea în practicile de afaceri, ca soluţie de creştere a sustenabilităţii companiei, ceea ce presupune şi identificarea unor noi metode de evaluare a acestora.

Totodată, studiul realizat de către Bancel şi colab. (2023), pe baza intervievării unui număr de peste 300 de directori financiari cu privire la cele mai bune practici de integrare a factorilor de mediu, sociali şi de guvernanţă (ESG) în evaluarea corporativă, denotă că părţile interesate externe, cum ar fi investitorii şi consilierii de investiţii, joacă un rol crucial în orientarea utilizării ESG în evaluare şi că un rating scăzut al ESG reprezintă cel mai important impediment în ceea ce priveşte integrarea acestuia în metodele de evaluare a companiilor. Autorul subliniază şi necesitatea implicării organismelor de reglementare de a promulga politici privind raportarea legată de climă şi ESG[316].

Din studiile anterior citate, rezultă fără echivoc rolul primordial al evaluatorilor de întreprinderi în estimarea cât mai obiectivă a valorii globale a unei companii. Din acest motiv, am considerat oportun, în demersul nostru de cercetare, să identificăm şi opinia evaluatorilor de întreprinderi din România privind principalele limite şi neajunsuri ale metodelor clasice de evaluare, dar şi a identificării celor mai importanţi factori care pot concura la perfecţionarea metodelor de evaluare oferite de reglementări şi validate de literatura de specialitate.

Prin urmare, în secţiunile următoare, detaliem modalitatea de realizare a chestionarului structurat, de aplicare a acestuia, precum şi interpretarea răspunsurilor profesioniştilor evaluatori de întreprinderi din România.

3.3. Metodologia cercetării

Acest studiu vizează testarea percepţiei profesioniştilor evaluatori de întreprinderi (EI) din România în ceea ce priveşte metodele clasice şi moderne de evaluare a companiilor cu

---

[314] Drake, M. S., Hales, J., Rees, L. (2019). *"Disclosure overload? A professional user perspective on the usefulness of general purpose financial statements"*. Contemporary Accounting Research, 36(4), 1935-1965.

[315] Gurzawska, A. (2021). *"Responsible innovation in business: Perceptions, evaluation practices and lessons learnt"*. Sustainability, 13(4), 1826.

[316] Bancel, F., Glavas, D., Karolyi, G. A. (2023). *"Do ESG factors influence firm valuation? Evidence from the field"*. Evidence from the Field (February 20, 2023).

Scanned with OKEN Scanner

scopul de a detecta neajunsurile acestora şi recunoaşterea unor posibilităţi de perfecţionare a acestora, aspecte care se circumscriu şi scopului cercetării de faţă.

Astfel, în vederea atingerii acestui scop, strategia de cercetare s-a focusat pe elaborarea unui chestionar adresat EI şi pe interpretarea răspunsurilor acestora, aspecte care sunt prezentate în secţiunile următoare.

3.3.1. Construirea chestionarului

Pornind de la necesitatea identificată în literatura de specialitate relevantă privind îmbunătăţirea metodelor de evaluare a companiilor, s-a procedat la elaborarea unui chestionar aplicat profesioniştilor evaluatori de întreprinderi (EI) din România, membri ANEVAR (Asociaţia Naţională a Evaluatorilor Autorizaţi din România).

Chestionarul cuprinde un număr de 62 de întrebări de tip matriceal, de tip deschis şi de tip închis, structura acestora fiind prezentată în cadrul tabelului 3.1.

Tabelul 3.1. Structura întrebărilor chestionarului

Nr. Crt.	Secţiuni	Descrierea secţiunii	Nr. itemi (întrebări)
1	**Profilul evaluatorului**	Această secţiune cuprinde întrebări care vizează identificarea profilului evaluatorului (vârstă, sex, numărul de ani de experienţă în domeniul evaluării, educaţie, acreditare, filiala de care aparţine, tiologia fiemelor evaluate etc.)	18
2	**Opinie privind abordarea prin piaţă**	Această secţiune cuprinde întrebări care vizează percepţia EI privind abordarea prin piaţă (care consideră că este cea mai adecvată metodă aferentă acestei abordări, care sunt cele mai importante avantaje şi dezavantale ale utilizării abordării prin piaţă, dacă consideră că abordarea prin piaţă (utilizarea multiplicatorului pieţei bursiere) poate fi utilizată pentru evaluarea companiilor cotate la Bursa de Valori Bucureşti etc.)	8
3	**Opinie privind abordarea prin venit**	Această secţiune cuprinde întrebări care vizează percepţia EI privind abordarea prin venit (să indice metoda pe care o recomandaţi a fi utilizată în evaluare, care sunt avantajele şi limitările utilizării metodei DCF şi ale metodei capitalizării veniturilor, dacă utilizează una sau mai multe metode pentru a crea estimări ale valorii etc.)	13
4	**Opinie privind abordarea prin cost şi a utilizării metodei mixte**	Această secţiune cuprinde întrebări care vizează percepţia EI privind abordarea prin cost şi a uzitării metodelor mixte (dacă consideră că metoda patrimonială (abordarea prin cost), reflectă într-o manieră obiectivă valoarea unei companii, care sunt principalele avantaje şi limite ale abordării prin active, care sunt posturile din bilanţ pe care le iau în calcul cu regularitate atunci când efectuează o evaluare utizând abordarea prin cost, ce metode mixte de evaluare a companiilor recomandă a fi utilizate în evaluarea companiilor, care sunt principalele impedimente în aplicarea în evaluarea metodelor mixte, care sunt cele mai importante surse de creare de goodwill pentru întreprinderi etc.)	9
5	**Opinie privind metodele bazate pe crearea de valoare**	Această secţiune cuprinde întrebări care vizează percepţia EI privind metodele bazate pe crearea de valoare (care sunt metodele bazate pe crearea de valoare pe care o recomandă în evaluarea întreprinderilor, dacă consideră că metoda EVA reflectă într-o măsură obiectivă valoarea globală a unei entităţi, care sunt avantajele şi limitele metodei EVA)	4
6	**Opinie privind posibilităţile de optimizare a metodelor de evaluare a**	Această secţiune cuprinde întrebări care vizează opinia profesioniştilor evaluatori privind posibilităţile de optimizare a modelelor de evaluare (dacă consideră că există informaţii de natură financiară sau nefinanciară care lipsesc în prezent	10

Scanned with OKEN Scanner

Nr. Crt.	Secţiuni	Descrierea secţiunii	Nr. itemi (întrebări)
	întreprinderilor din România	din situaţiile financiare întocmite în conformitate cu IFRS şi OMFP 1802/2014 pe care le consideră utile pentru evaluare, metodele de evaluare oferite de reglementări şi validate de literatura de specialitate ar putea fi îmbunătăţite, dacă consideră oportună elaborarea unui model de evaluare a performanţei sustenabile a companiilor prin luarea în calcul a informaţiilor nefinanciare de tipul ESG, care categorie de informaţii de natură nefinanciară (ESG) publicate de către companii în bilanţul de sustenabilitate, consideră că ar putea să concure, în cea mai mare proporţie, la crearea de valoare pentru entităţile raportoare, corelaţie ditre performanţa ESG al fimelor raportoare şi fondul comercial al companiei etc.)	

Sursa: Elaborare proprie a autorului

Chestionarul a fost elaborat în perioada octombrie 2022 - ianuarie 2023 şi transmis evaluatorilor de întreprinderi în perioada februarie - aprilie 2023.

3.3.2. Criterii de includere şi excludere

În elaborarea şi prelucrarea chestionarului structurat, au fost avute în vedere atât criterii de includere, cât şi criterii de excludere care au fost evidenţiate în figura 3.5.

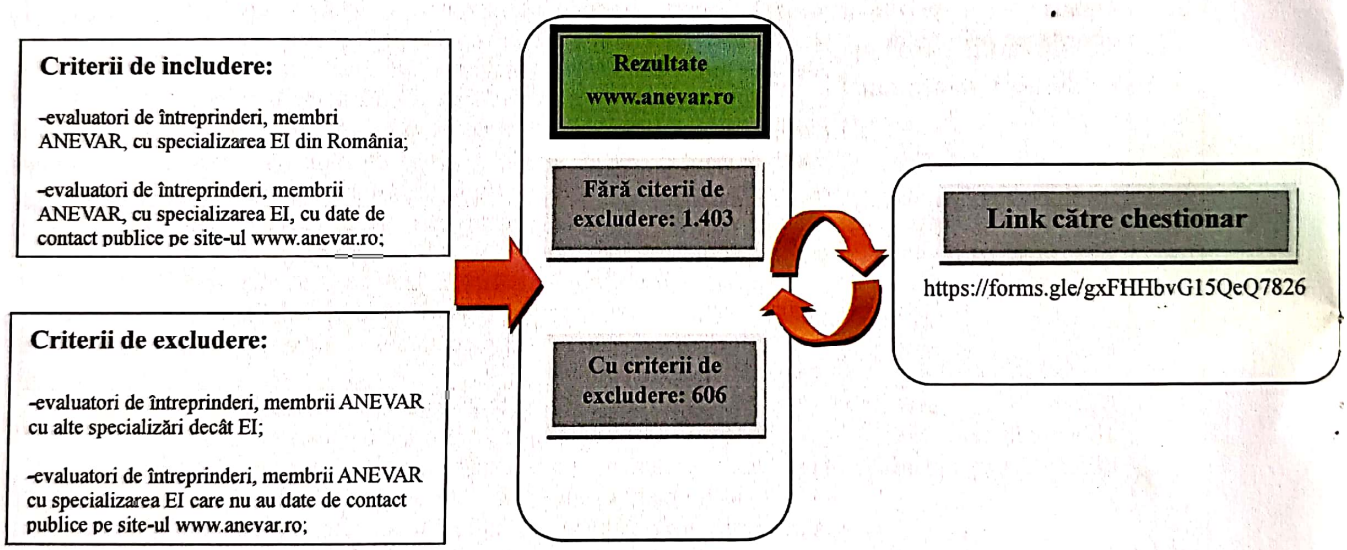

Criterii de includere:
-evaluatori de întreprinderi, membri ANEVAR, cu specializarea EI din România;
-evaluatori de întreprinderi, membrii ANEVAR, cu specializarea EI, cu date de contact publice pe site-ul www.anevar.ro;
Criterii de excludere:
-evaluatori de întreprinderi, membrii ANEVAR cu alte specializări decât EI;
-evaluatori de întreprinderi, membrii ANEVAR cu specializarea EI care nu au date de contact publice pe site-ul www.anevar.ro;
Rezultate www.anevar.ro
Fără criterii de excludere: 1.403
Cu criterii de excludere: 606
Link către chestionar
https://forms.gle/gxFHHbvG15QeQ7826

Figura 3.1. Criterii de includere şi excludere în elaborarea chestionarului

Sursa: Elaborare proprie

În urma interogării site-ului www.anevar.ro şi a aplicării filtrelor de selecţie privind specialitatea EI, a rezultat un număr de 1.403 de evaluatori din care, doar 606 deţin date de contact publice. Chestionarul a fost elaborat cu ajutorul Google Forms şi distribuit tuturor profesioniştilor evaluatori de întreprinderi pentru care au fost identificate adresele de email (606 evaluatori de întreprinderi).

Precizăm că au fost colectate un număr de 116 de răspunsuri, care ne-au permis cartografierea opiniei profesioniştilor evaluatori, cu privie la identificarea unor posibilităţi de optimizare a modelelor de evaluare.

Scanned with OKEN Scanner

Reprezentativitatea eşantionului a fost calculată cu ajutorul formulei lui Cochran W. G., luând în calcul următoarele informaţii[317]:

- nivelul probabilităţii de lucru (coeficientul de încredere / nivelul de încredere) – 95%;
- dispersia unei variabile puternic corelate cu celelalte variabile importante ale cercetării (prin intermediul unei anchete test am estimat valoarea variabilei "*vârsta respondenţilor*");
- am considerat variabila "*vârsta respondenţilor*", deoarece este o variabilă care se corelează puternic cu percepţia profesioniştilor evaluatori privind îmbunătăţirea modelelor de evaluare;
- s-a stabilit eroarea de eşantionare la nivelul maxim acceptat de teorie pentru cercetările socio-umane la 5%. Prin aplicarea formulei lui Cochran W. G. asupra variabilelor eşantionului stabilit după aplicarea criteriilor de includere şi de excludere s-a obţinut valoarea 60,43 ceea ce înseamnă un minim de 60 de respondenţi la o populaţie totală de 1.403.

Datele au fost colectate prin intermediul platformei Google Forms, iar baza de date a fost extrasă în Microsoft Excel, fiind verificate înregistrările sub aspectul exhaustivităţii opţiunilor exprimate. După validarea înregistrărilor, datele au fost prelucrate în vederea reprezentării cantitative (procedura statistică de transformare a datelor calitative în date cantitative) şi au fost proiectate scalele de reprezentativitate pentru fiecare item, conform modelului conceptual al chestionarului care este disponibil la https://forms.gle/gxFHHbvG15QeQ7826. Ulterior s-a procedat la interpretrarea răspunsurilor oferite de respondenţi, pe fiecare dintre cele 6 secţiuni ale chestionarului. Astfel, secţiunea următoare este dedicată reliefării principalelor rezultate obţinute ca urmare a interpretării chestionarului.

3.4. Rezultate şi discuţii

În vederea atingerii scopului dedus cercetării, chestionarul structurat administrat profesioniştilor evaluatori de întreprinderi din România, membri ANEVAR, care a cuprins 6 secţiuni, enunţate şi în metodologia cercetării, a fost interpretat rezultând mai multe aspecte, care vor fi prezentate, în cele ce urmează, în funcţie de o serie de indicatori consideraţi relevanţi pentru cercetarea de faţă.

3.4.1. Conturarea profilului evaluatorilor de întreprinderi din România

Pentru creionarea acestui profil a fost conceput un set de optsprezece întrebări (1-18), de tip închis, deschis şi de tip matriceal. Astfel, în ceea ce priveşte analiza eşantionului prin intermediul indicatorului "*vârsta respondenţilor*", rezultatele analizei distribuţiei opţiunilor pe scală arată că opţiunea principală selectată de evaluatori a fost opţiunea aferentă intervalului de vârstă cuprins între 61- 70 de ani, cu o frecvenţă a distribuţiilor de 33.62%. La polul opus, cea mai slabă frecvenţă a opţiunilor exprimate a fost opţiunea aferentă intervalului de vârstă cuprins între 20 şi 30 de ani, cu o frecvenţă a distribuţiilor de 0.86%. Pe medie, pentru indicatorul "*vârsta respondenţilor*" eşantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opţiunea 4 (4.01), adică intervalul cuprins între 51 şi 60 de ani. Deviaţia standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ a fost de 1.138 puncte, pe o scală de la 1 la 6, cu o asimetrie spre stânga de -0.485 puncte faţă de medie şi o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.2, astfel:

---

317 Cochran, W. G. (1977). *"Sampling techniques"*. John Wiley & Sons, disponibil la https://www.academia.edu/29684662/Cochran_1977_Sampling_Techniques_Third_Edition, accesat la data de 20.02.2023.

Scanned with OKEN Scanner

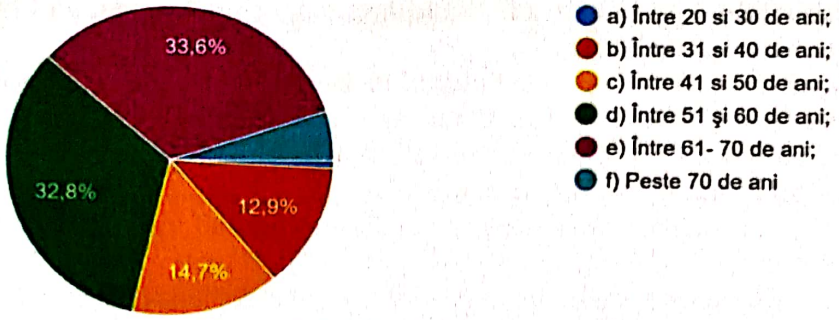

33,6%
32,8%
12,9%
14,7%
a) Între 20 si 30 de ani;
b) Între 31 si 40 de ani;
c) Între 41 si 50 de ani;
d) Între 51 şi 60 de ani;
e) Între 61- 70 de ani;
f) Peste 70 de ani

Figura 3.2. Vârsta respondenților
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Aceste aspecte demonstrează o disponibilitate pentru acest studiu a evaluatorilor de întreprinderi cu vârste mai ridicate, respectiv intervalele de vârstă cuprins între 51-60 de ani, respectiv 61- 70 de ani. Acest lucru se explică prin faptul că aceste persoane, în marea lor parte, dețin și calitatea de expert contabil (acest deziderat reiese și din faptul că cei care dețineau titlul de expert contabil, membri CECCAR, obțineau și calitatea de evaluator de întreprinderi devenind astfel membri ANEVAR) ceea ce le-a permis cunoașterea problematicilor studiului, dar și o mai mare disponibilitate sub aspectul timpului liber pe care aceste categorii îl posedă.

Sub raportul variabilei *"sexul respondentului"*, redată în figura 3.3, rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea Masculin, cu o frecvență a distribuțiilor de 73.3%. La polul opus, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea Feminin, cu o frecvență a distribuțiilor de 26.72%.

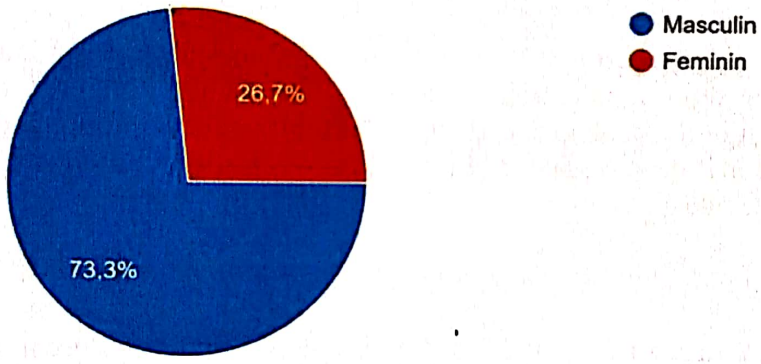


Figura 3.3. Sexul respondenților
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Pe medie pentru indicatorul *"sexul respondentului"*, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 1 (1.27), respectiv Masculin. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.444 puncte, pe o scală de la 1 la 2, cu o asimetrie spre dreapta de 1.066 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Se observă, astfel că cea mai mare parte a respondenților sunt bărbați, cu vârste cuprinse între 51-70 de ani, aspect care se explică și prin faptul că foarte mulți evaluatori de întreprinderi sunt absolvenți din domeniul tehnic, domeniu în care ponderea bărbaților este majoritară.

Din punct de vedere al *"experienței evaluatorului"*, transpusă în numărul de ani de practică în domeniu, rezultatele indică faptul că cei mai mulți evaluatori, respondenți ai studiului de față, au o experiență în practica evaluării companiilor cuprinsă între 21 și 30 de ani, cu o frecvență a distribuțiilor de 37.07%. La polul opus, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea aferentă intervalului sub 1 an de experiență, cu o frecvență a distribuțiilor de 2.59%. Pe medie, variabila *"experiența evaluatorului"*, transpusă în numărul de ani de practică în domeniu, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea

Scanned with OKEN Scanner

5 (4.58), respectiv cea cuprinsă între 16 și 20 de ani. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 1.611 puncte, pe o scală de la 1 la 7, cu o asimetrie spre stânga de -0.543 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.4, astfel:

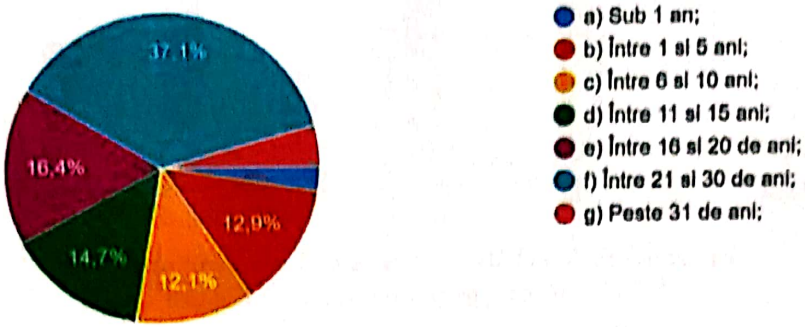


Figura 3.4. Experiența respondenților
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Aceste aspecte pot fi ușor corelate cu variabila "*vârsta respondenților*", în funcție de care am observat faptul că respondeții aparțin intervalelor de vârstă superioare și implicit intervale de experiență superioare, respectiv între 21 și 30 de ani de experiență în domeniu.

De asemenea, s-a observat faptul că, datorită contextului economiei românești, caracterizată de un număr redus de operațiuni de fuziuni și achiziții sau alte scopuri în care evaluarea companiilor este necesară, evaluatorii tineri aleg, din rațiuni financiare, alte specializări din cadrul ANEVAR (evaluarea bunurilor imobile, evaluarea bunurilor mobile, evaluarea în scopuri fiscale etc.) în dauna evaluării de întreprinderi.

Analiza eșantionului din perspectiva indicatorului "*nivelul de educație al evaluatorului*" (prezentate grafic în figura 3.5), rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală indică faptul că cea mai mare parte a respondenților sunt *absolvenți ai ciclului primar de învățământ superior (licență) în domeniul tehnic, precum și alte domenii adiacente acestuia*, cu o frecvență a distribuțiilor de 23.28%, iar cei mai puțini dintre aceștia sunt *absolvenți de ciclu de licență în domeniul Administrarea Afacerilor*, cu o frecvență a distribuțiilor de 1.72%.

Pe medie pentru indicatorul nivelul de educație al evaluatorului, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea aferentă *Absolvent de studii de master în Contabilitate*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 2.547 puncte, pe o scală de la 1 la 10, cu o Aceste aspecte semnifică faptul că asimetrie spre stânga de -0.381 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. evaluarea companiilor este o activitate complexă, cu un grad de dificultate sporit, care necesită și cunoștințe aprofundate în domeniul Contabilitate.

Așa se explică faptul că doar studiile de licență în domeniul tehnic nu sunt necesare pentru a putea efectua evaluări de întreprinderi, ci sunt necesare și studii de aprofundare a domeniului în cadrul ciclului de masterat în domeniul Contabilitate.

Astfel, având în vedere cele precizate anterior, putem observa că evaluatorii de întreprinderi din România sunt în general, persoane cu vârste cuprinse între 51-70 de ani, în marea lor parte bărbați, absolvenți ai ciclului primar de învățământ superior (licență) în domeniul tehnic și cu completare de studii aprofundate în domeniul de masterat Contabilitate.

Scanned with OKEN Scanner

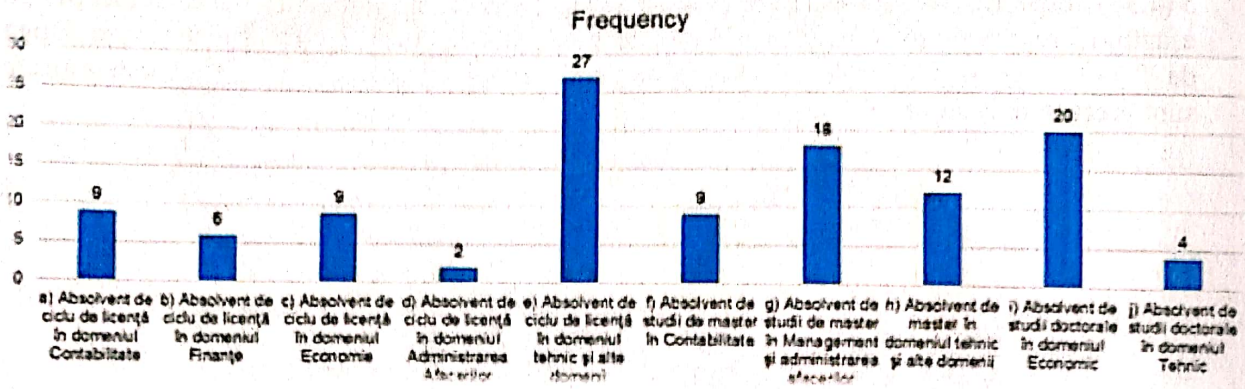

Frequency
9
6
9
2
27
9
18
12
20
4
a) Absolvent de ciclu de licență în domeniul Contabilitate
b) Absolvent de ciclu de licență în domeniul Finanțe
c) Absolvent de ciclu de licență în domeniul Economie
d) Absolvent de ciclu de licență în domeniul Administrarea
e) Absolvent de ciclu de licență în domeniul tehnic și alte
f) Absolvent de studii de master în Contabilitate
g) Absolvent de studii de master în Management și administrarea
h) Absolvent de master în domeniul tehnic și alte domenii
i) Absolvent de studii doctorale în domeniul Economic
j) Absolvent de studii doctorale în domeniul Tehnic

Figura 3.5. Nivelul de educaţie al respondenţilor
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În funcţie de variabila *"poziţia actuală deţinută de evaluator"* (a se vedea figura 3.6), evaluatorii de întreprinderi din România îşi desfăşoară activitatea ca *Evaluator independent*, aceste aspecte fiind redate prin valoarea frecvenţei distribuţiilor de 62.93%, iar cei mai puţini dintre ei sunt organizaţi ca *administratori de companii cu profil de servicii în domeniul financiar şi de evaluare corporativă cu capital străin (evaluator corporativ),* cu o frecvenţă a distribuţiilor de 2.59%.

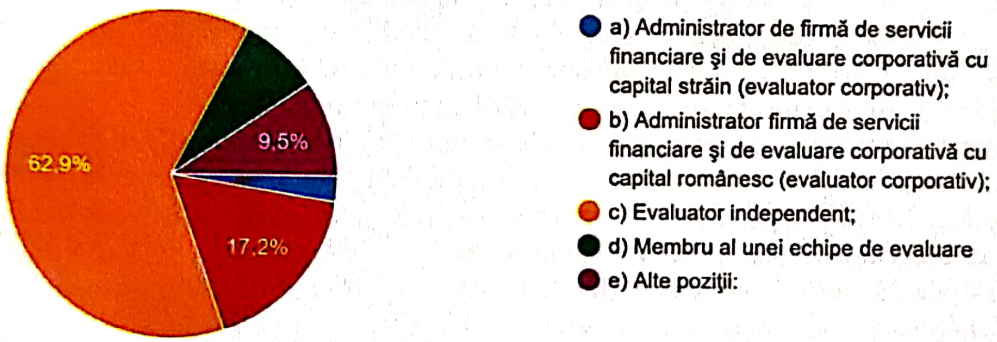

62,9%
9,5%
17,2%
a) Administrator de firmă de servicii financiare şi de evaluare corporativă cu capital străin (evaluator corporativ);
b) Administrator firmă de servicii financiare şi de evaluare corporativă cu capital românesc (evaluator corporativ);
c) Evaluator independent;
d) Membru al unei echipe de evaluare
e) Alte poziţii:

Figura 3.6. Poziţia ocupată de evaluatorii de întreprinderi
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Pe medie pentru indicatorul *"poziţia actuală deţinută de evaluator"*, eşantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opţiunea Evaluator independent. Deviaţia standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ a fost de 0.859 puncte, pe o scală de la 1 la 5, cu o asimetrie spre dreapta de 0.587 puncte faţă de medie şi o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte semnifică faptul că profesia de evaluator de întreprinderi, oferă avantajul unei profesii liberale, tutelată de către organismul de reglementare ANEVAR, şi oferă un anumit grad de independenţă, cei mai mulţi alegând să îşi desfăşoare activitatea ca şi evalutori independenţi. Totodată, prezenţa redusă a companiilor din domeniul serviciilor cu caracter financiar şi de evaluare cu capital internaţional (evaluatori corporativi) se explică prin numărul relativ mic de entităţi cotate la Bursa de Valori Bucureşti şi prin nivelul redus de dezvoltare a pieţei de capital.

Aceste aspecte sunt întărite şi de faptul că cei mai mulţi respondenţi sunt *practicieni în evaluare independenţi*, cu o frecvenţă a distribuţiilor de 51.72%, aspecte redate de interpretarea rezultatelor analizei distribuţiei opţiunilor pe scală în funcţie de variabila *"categoria companiei în cadrul căreia evaluatorul îşi desfăşoară activitatea"*, fiind organizaţi în companii cu un număr relativ mic de angajaţi, conform figurii 3.7.

Scanned with OKEN Scanner

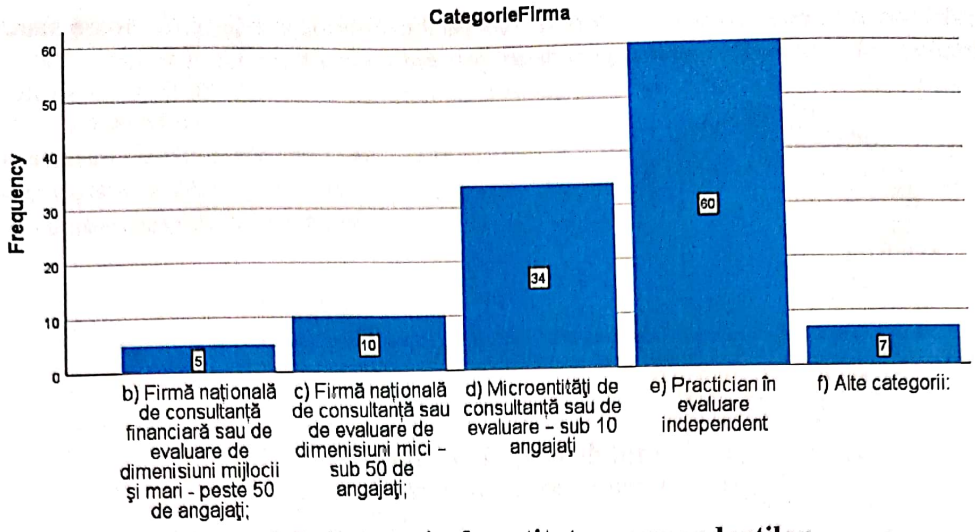


Figura 3.7. Categoria de entitate a respondenților

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Aceste aspecte reies și din faptul că cei mai puțini dintre respondenți, cu o frecvență a distribuțiilor de 4.31%, au indicat apartenența la o firmă cu capital autohton axată pe servicii de consultanță financiară sau în domeniul evaluării aflată în categorii entităților mijlocii și mari. Aceleași rezultate au fost obținute și *pe medie*, pentru indicatorul *"categoria companiei în cadrul căreia evaluatorul își desfășoară activitatea"*, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 4 (3.47), respectiv cea care indică categoria *practician în evaluare independent.*

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.899 puncte, pe o scală de la 1 la 5, cu o asimetrie spre stânga de -0.919 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.7, prezentată mai sus.

Din analiza celor două variabile, respectiv *"poziția actuală deținută de evaluator"* și *"categoria companiei în cadrul căreia evaluatorul își desfășoară activitatea"*, se observă practic că marea parte a evaluatorilor de întreprinderi din România sunt evaluatori independenți, urmați de firmele de evaluare care au capital românesc și care sunt încadrate din punct de vedere al legislației contabile în categoria microentităților.

Din perspespectiva variabilei *"fracțiunea de timp dedicată de evaluator pentru activitatea de evaluare a companiilor"*, rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că cei mai mulți evaluatori sunt implicați în munca de evaluare sub 25 % din timpul de lucru, cu o frecvență a distribuțiilor de 65.52%. Acest aspect se traduce prin sezonalitatea activității de evaluare a companiilor din România și a unui număr mic de tranzacții cu întreprinderi pe piață sau a altor scopuri ale evaluării companiilor, respectiv o slabă dezvoltare a pieței de capital și a unui număr mic de societăți cotate la Bursa de Valori București.

Din cealaltă perspectivă, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea care indică o implicare a evaluatorilor în procent de 100 % din timpul de lucru, cu o frecvență a distribuțiilor de 6.03%. Acest aspect semnifică faptul că respondenții sunt implicați preponderent în alte activități (servicii de consultanță tehnică, consultanță financiar-contabilă, management financiar etc.) și doar ocazional întocmesc rapoarte de evaluare a companiilor. Pe medie pentru indicatorul *"fracțiunea de timp dedicată de evaluator pentru activitatea de evaluare a companiilor"*, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 4 (3.44), respectiv cea aferentă aceluiași interval de sub 25 % din timpul de lucru. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.897 puncte, pe o scală de

Scanned with OKEN Scanner

la 1 la 4 cu o asimetrie spre stânga de -1.506 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.8, astfel:

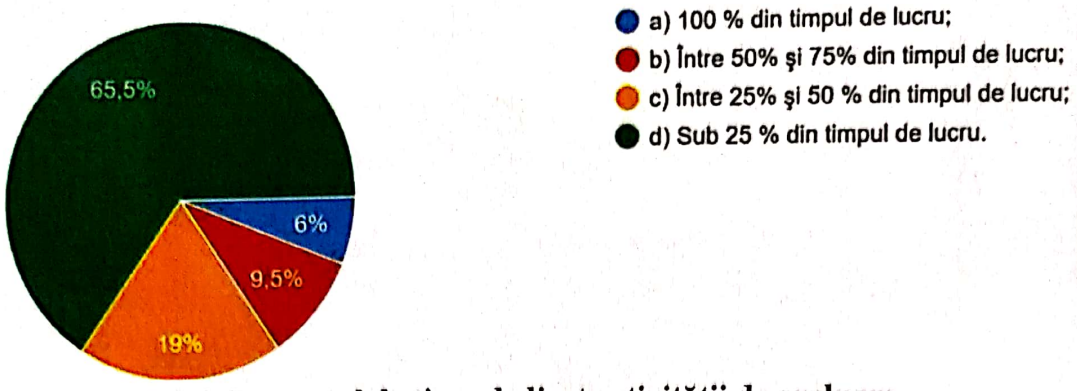

65,5%
6%
9,5%
19%
a) 100 % din timpul de lucru;
b) Între 50% și 75% din timpul de lucru;
c) Între 25% și 50 % din timpul de lucru;
d) Sub 25 % din timpul de lucru.

Figura 3.8. Procentul de timp dedicat activității de evaluare
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Variabila "*acreditarea evaluatorului* în *activitatea de evaluare*", prin rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală relevă că cei mai mulți evaluatori sunt evaluatori titulari membri ANEVAR, cu o frecvență a distribuțiilor de 70.7%, iar cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost cea aferentă evaluatorilor recunoscuți la nivel european (REV), cu o frecvență a distribuțiilor de 0.86%, așa cum se poate observa și din figura 3.9.

Acest aspect rezidă și din legislația aferentă profesiei de evaluator de întreprinderi și obligativitatea legală de apartență la organismul profesional a celor care desfășoară acest activități.

De asemenea, se observă numărul mic de evaluatori care dețin calificarea de REV (*62 de evaluatori la nivel național, conform https://tegova.org*). Pe medie pentru acest indicator, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare a respondeților către opțiunea *Evaluatori titulari membri ANEVAR*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.999 puncte, pe o scală de la 1 la 5, cu o asimetrie spre dreapta de 1.907 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.9.

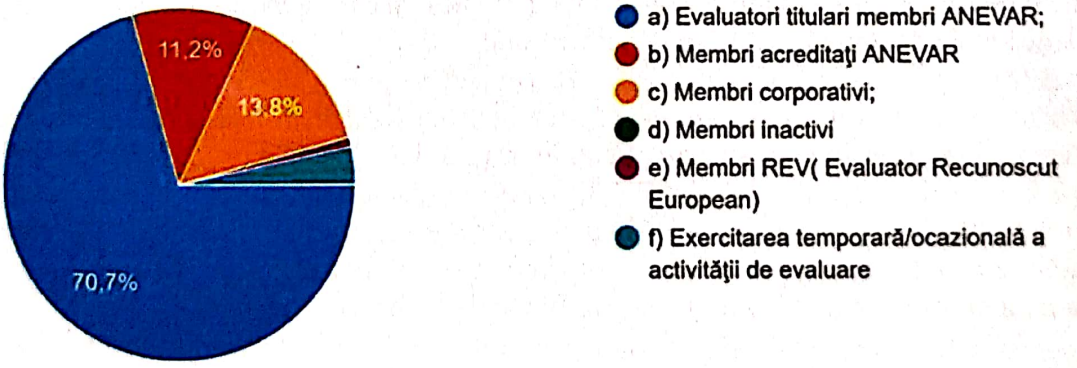


Figura 3.9. Acreditarea respondenților
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Din perspectiva analizei eșantionului prin intermediul variabilei *"apartenența regională a evaluatorului"*, rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală a reliefat faptul că cei mai mulți respondenți aparțin filialei Nord-Est, cu o frecvență a distribuțiilor de 38.8%, urmată de cei care aparțin Filialei București, cu o frecvență a distribuțiilor de 14,7%. Acest lucru se datorează, pe de o parte, apropierii georgrafice a respondenților și a implicării acestora în studiul

Scanned with OKEN Scanner

de față, iar pe de altă parte, se datorează faptului că cel mai mare număr de evaluatori de întreprinderi sunt în Filiala București. Cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate aparțin evaluatorilor de întreprinderi care aparțin de Filiala Sud, cu o frecvență a distribuțiilor de 1.72%.

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 2.816 puncte, pe o scală de la 1 la 8, cu o asimetrie spre dreapta de 0.314 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.10.

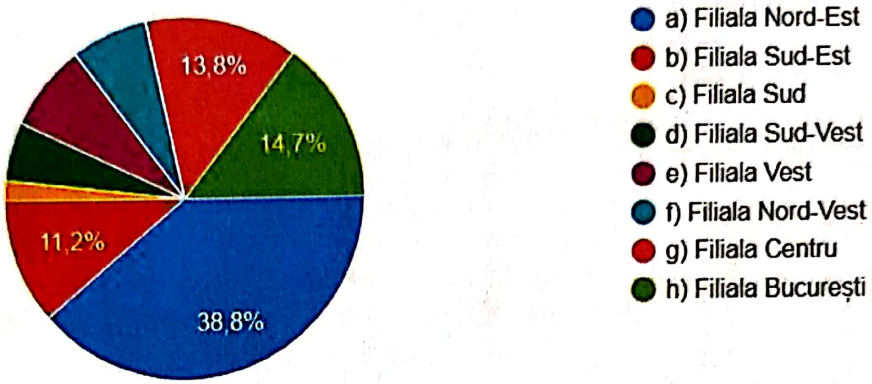


Figura 3.10. Apartenența regională a respondenților
Sursa: Elaborare proprie a autorului

Analiza eșantionului de respondență prin intermediul indicatorului *"sfera de evaluare principală a evaluatorului"* și a interpretării rezultatelor analizei distribuției opțiunilor pe scală ne arată faptul că evaluatorii de întreprinderi sunt solicitați cel mai des în *activități de natura asistenței oferită clientului în cadrul unei eventuale M&A,* cu o frecvență a distribuțiilor de 37.1%. Aceste rezultate confirmă faptul că evaluatorii români cunosc standardele de evaluare a bunurilor, întrucât acesta este primul scop al evaluării pe care acestea îl prevăd (Standardele de Evaluare a Bunuruilor ANEVAR, 2022[318]).

De asemenea, aceste rezultate denotă faptul că evaluatorii români au înțeles importanța evaluării în aceste activități, evaluare care sunt utilă ambelor părți implicate, chiar dacă piața românească de achiziții și vânzări de firme nu este una extrem de dezvoltată. Vastola și Russo (2021)[319] demonstrează în studiul lor importanța evaluării companiei din perspectiva acționarilor, care este axată pe maximizarea valorii economice a investiției lor. Prin urmare, vor fi extrem de interesați de o estimare cât mai exactă a valorii viitoare a companiei, pentru a-și putea fudamenta în cunoștință de cauză decizia lor de investire[320].

Cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost reprezentată de opțiunea referitoare la respectarea unor reglementări privind piața de capital, cu o frecvență a distribuțiilor de 0.86%, acest lucru indicând, pe de o parte, faptul că la BVB sunt listate puține entități, iar pe de altă parte, entitățile mari apelează la evaluatori internaționali atunci când doresc consultanță privind reglementarea pieței de capital. Pe medie pentru indicatorul *"sfera de evaluare principală a evaluatorului"*, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 2 (3.95), respectiv cea care indică *asistența acordată clientului în cadrul unei eventuale M&A.* Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 2.91 puncte, pe o

[318] Standardele de evaluare a bunurilor, emise de ANEVAR, București, ediția 2022, disponibil la https://www.anevar.ro/images/_upload/sev-2022-15-decembrie.pdf, accesat la data de 12.06.2023.
[319] Vastola, V., Russo, A. (2021). *"Exploring the effects of mergers and acquisitions on acquirers' sustainability orientation: Embedding, adding, or losing sustainability"*. Business Strategy and the Environment, 30(2), 1094-1104.
[320] Evans, F. C., Mellen, C. M. (2010). *"Valuation for M&A: building value in private companies"* (Vol. 587). John Wiley & Sons.

Scanned with OKEN Scanner

scală de la 1 la 9, cu o asimetrie spre dreapta de 0.763 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.11, astfel:

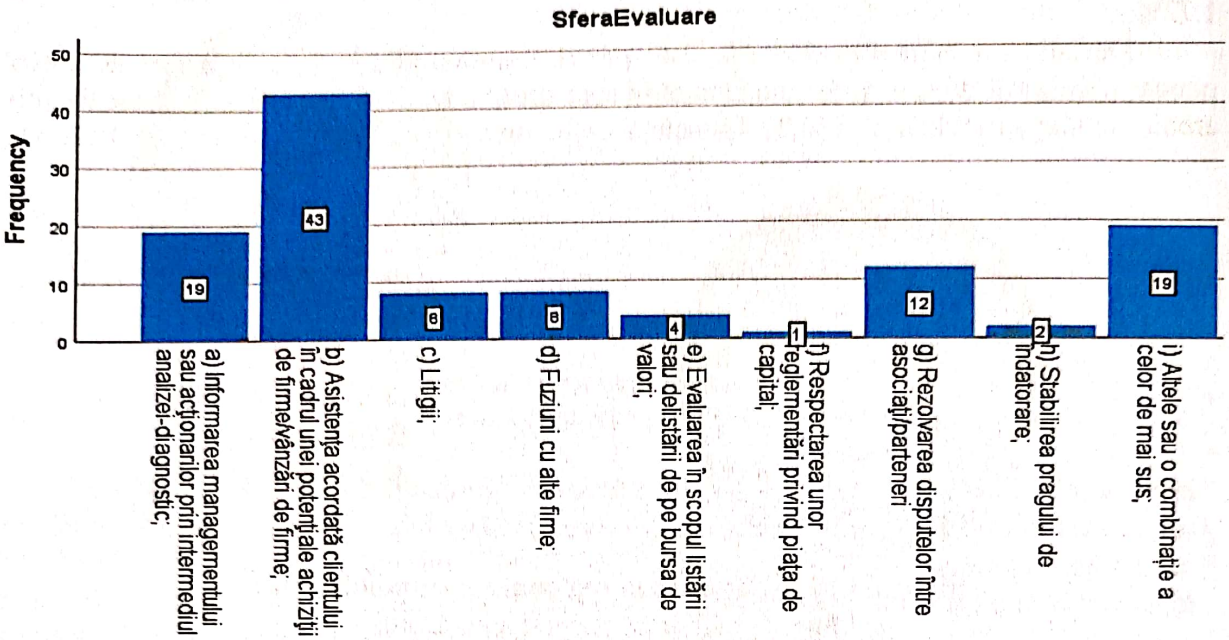


Figura 3.11. Sfera de evaluare a respondenților

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Acest scop al evaluării este urmat de cel reprezentat din activități de informare a managementului sau acționarilor prin intermediul analizei-diagnostic, cu o frecvență a distribuțiilor de 16.38%. Considerăm că aceste rezultate se datorează și perioadelor de criză pe care România o traversează în prezent, marcată de dificultăți financiare reale la nivelul multor entități. Astfel, pentru aceste entități evaluatorul devine consultantul de afaceri care poate oferi o analiză-diagnostic pertinentă și, respectiv, soluții de redresare a acestora pentru a depăși perioada de criză, a evaluării acestora în vederea vânzării sau a stabilirii valorii lichiditative, în caz de faliment.

Studiile bibliometrice realizate de Grosu și colab. (2023)[321] și Chelba și colab. (2022)[322] atrag atenţia asupra analizei eficienței metodelor de evaluare a riscului de faliment și pe identificarea de noi opțiuni care să permită evaluatorilor de întreprinderi predictibilitatea riscului în condițiile de incertitudine manifestate pe pieţele mondiale actuale.

În aceeași linie cu studiul nostru este studiul realizat de Krylov (2021)[323], axat pe analiza aspectelor conceptuale ale previziunilor financiare țintă la nivelul companiei, ca un nou instrument de gestionare financiară anticriză pentru ca o companie să își depășească dificultățile financiare și să își îmbunătățească poziția financiară. Rezultatele acestui studiu subliniază faptul că în contextul actual, prognoza financiară țintă este un instrument eficient al prognozei financiare care permite crearea bazei pentru depășirea dificultăților financiare ale companiei și consolidarea poziției sale financiare.

---

[321] Grosu, V., Chelba, A. A., Melega, A., Botez, D., Socoliuc, M. I. (2023). *"Bibliometric analysis of the literature on evaluation models of the bankruptcy risk"*. Strategic Management-International Journal of Strategic Management and Decision Support Systems in Strategic Management.

[322] Chelba, A., Grosu, V., Socoliuc, M. I. (2022). *"Evaluation Of The Bankruptcy Risk – A Research Agenda"*. Proceedings of the 39th International Business Information Management Association (IBIMA), IBIMA Business Conference 30-31 May 2022, Granada, Spain, p 956-973, https://ibima.org/accepted-paper/evaluation-of-the-bankruptcy-risk-a-research-agenda//.

[323] Krylov, S. (2021). *"Target financial forecasting as an instrument of overcome financial difficulties in present-day global economic environment"*. In SHS Web of Conferences (Vol. 129, p. 03017). EDP Sciences.

Scanned with OKEN Scanner

În același context, studiul realizat de Balawanga și colab. (2023)[324], subliniază faptul că valoarea unei companii va crește dacă nivelul de profitabilitate al acesteia este mai ridicat și în același timp valoarea companiei se va îmbunătăți dacă nivelul de dificultate financiară este redus.

Totodată, studiul realizat de Popescu și Socoliuc (2022) a relevat faptul că nu există un consens cu privire la modul de utilizare a indicatorilor financiari în analiza de risc, abordările dihotomice fiind identificate pentru situații specifice, în funcție de scopul cercetării și de instrumentele metodologice utilizate. Astfel, prin analiza bibliometrică efectuată în acest studiu, autorii atrag atenția asupra faptului că cercetările privind evaluarea riscurilor prin utilizarea ratelor financiare au crescut semnificativ în volum ca urmare a crizei economice și financiare globale, astfel analizele predictive de risc, utilizarea ratelor financiare în analiza performanței entităților economice, dar și în evaluarea riscului financiar, a riscurilor de insolvență sau fraudă, utilizarea modelelor econometrice în derularea analiza riscurilor și utilizarea analizelor statistice în activitățile de evaluare a riscurilor au reprezentat cele mai uzitate teme de cercetare[325].

Și aceste rezultate arată importanța evaluării companiilor, mai ales în perioade de dificultate financiară, datorită rolului ei, în fundamentarea deciziilor de întreprins de către management pentru depășirea acestor dificultăți.

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"tipologia companiilor evaluate"*, rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că evaluatorii au evaluat cu precădere entități mici, cu o frecvență a distribuțiilor de 31.9%. Aceste rezultate se explică prin tipologia existentă la nivelul companiilor românești (cele mai multe dintre ele se încadrează în categoriile microentități, respectiv întreprinderi mici și mijlocii), coroborată cu numărul redus de companii și grupuri listate la BVB, care a înregistrat cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate, cu o frecvență a distribuțiilor de 0.86%.

Pe medie, pentru indicatorul *"tipologia companiilor evaluate"*, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către entitățile mici, rezultate similare fiind obținute și din analiza frecvenței distribuției pe scală. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 1.428 puncte, pe o scală de la 1 la 6, cu o asimetrie spre stânga de -0.393 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Grafic aceste aspecte sunt redate de figura 3.12.

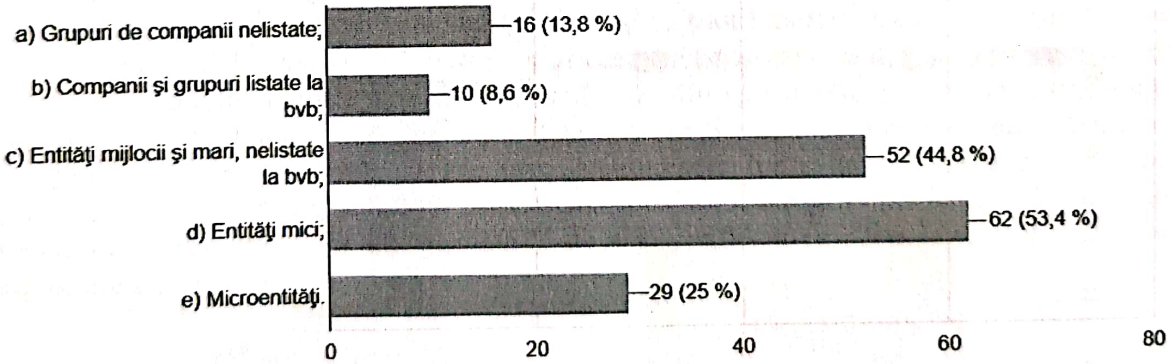


Figura 3.12. Tipologia companiilor evaluate

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

[324] Balawanga, M. M. K., Hermuningsih, S., Maulida, A. (2023). *"The Influence of Growth Opportunity, Profitability, and Financial Distress on the Company Value (IDX)"*. Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah, 5(3), 1263-1274.

[325] Popescu, N. I., Stanciuc, M. I. (2022). *"Thematic research of financial ratios and risk assessment based on bibliometric analysis"*. The USV Annals of Economics and Public Administration, 22(1 (35)), 140-147.

Scanned with OKEN Scanner

Din analiza indicatorului *"frecvența evaluării companiilor cu activitate mixtă (producție și comerț)"*, s-a putut observa că evaluatorii români au fost implicați cel mai adesea în evaluarea companiilor cu profil de activitate reprezentat de producție de bunuri și comerțul acestora, aceleași rezultate fiind obținute statististic și la nivel de medie la care eșationul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 2, respectiv *Câteodată*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.448 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.572 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.13.

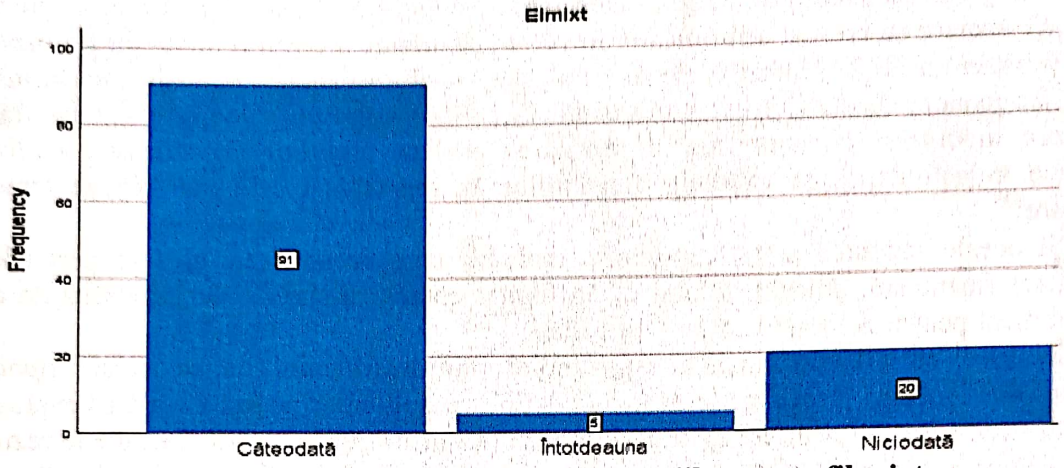


Figura 3.13. Frecvența evaluării companiilor cu profil mixt

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Aceste aspecte pot fi explicate prin faptul că cele mai multe entități la nivel național aparțin comerțului și producției, în dauna companiilor cu profil de activitate servicii nefinanciare și financiare.

Sub raportul *"frecvenței evaluării companiilor sau proprietăților generatoare de afaceri (PGA) aflate în condiții de continuitate a activității"* (a se vedera figura 3.14), rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală a evidențiat faptul că evaluatorii au fost implicați în evaluarea unor astfel de companii într-o pondere cuprinsă între 75-100%, cu o frecvență a distribuțiilor de 30.17%.

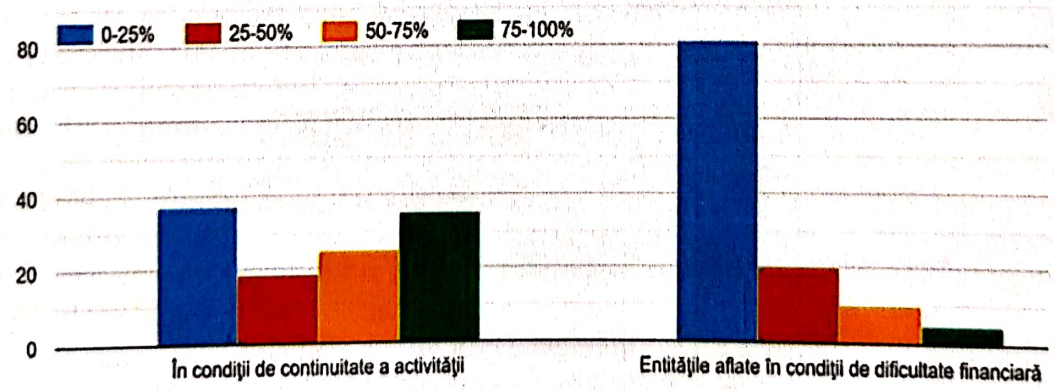


Figura 3.14. Ponderea evaluării companiilor în condiții de continuitate a activității și de dificultate financiară

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Așa cum se poate observa în figura 3.14, pe medie pentru indicatorul *"frecvența evaluării companiilor sau proprietăților generatoare de afaceri (PGA) aflate în condiții de continuitate a activității"*, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 3 (2.5), respectiv

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

într-o pondere cuprinsă între 50-75%. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 1.227 puncte, pe o scală de la 1 la 4, cu o asimetrie spre stânga de -0.029 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

Aceste rezultate demonstrează încă o dată preocuparea managementului companiei pentru asigurarea securității și sustenabilității financiare a bussinesului lor prin apel la serviciile furnizate de către evaluatorii profesioniști, care în această situație devin reali consultanți de afaceri.

În acest sens și studiul realizat de Kaczmarek (2019)[326] este focusat pe cuantificarea creării de valoare corporativă în raport cu nivelul de securitate financiară a funcționării unei companii. Astfel, studiul demonstrează faptul că există o relație direct proporțională între efectele procesului de creare a valorii și asigurarea securității financiare în companiile de producție (conformitatea cu principiul managementului durabil).

Sub același aspect, rezultatele studiului lui Ali și colab. (2019)[327], realizat pe entități din sectorul turismului din Irak, arată o corelație semnificativă între calitatea veniturilor și continuitatea activității a hotelurilor, iar vârsta unităților de cazare a avut, în plus, un impact asupra statutului de continuitate a activității sale. De aici rezidă importanța evaluării calității veniturilor care pot asigura securitatea financiară a companiei și asigurarea sustenabilității financiare[328]. Considerăm că aceste aspecte pot fi realizate prin extinderea aplicării IFRS 15 și pentru companiile necotate.

La polul opus, în ceea ce privește *"frecvența evaluării companiilor sau proprietăților generatoare de afaceri (PGA) aflate în condiții de dificultate financiară"* (a se vedea figura 3.14), rezultatele analizei răspunsurilor furnizate au evidențiat că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv 50-75%, cu o frecvență a distribuțiilor de 8.62%. Aceste aspecte se corelează cu crizele suprapuse (crize sanitare, urmate de crize economice și de crize geopolitice) care au afectat economia globală și implicit entitățile românești, managerii apelând astfel la evaluatorii de întreprinderi în vederea evaluării stării de sănătate sau de dificultate financiară a companiei și stabilirea măsurilor care se impun sau de stabilire a valorii lichidative, în caz de declarare a falimentului.

Astfel, se impune pentru companii, necesitatea de a prezice pericolul de faliment și aplicarea unor modele de previziune a dificultăților financiare. Sub acest aspect, studiul realizat de Lesáková și colab. (2020)[329], axat pe identificarea situației actuale privind cunoașterea și utilizarea modelelor de predicție a dificultăților financiare în companiile slovace, a scos în evidență faptul că majoritatea companiilor slovace nu sunt familiarizate cu termenul *"modele de predicție a dificultăților financiare"* și, în consecință, nu le aplică în operațiunile lor. Neutilizarea acestor modele rezultă în primul rând din necunoașterea lor, din dimensiunea companiei (companie prea mică) și din utilizarea unor alte metode proprii de predicție, acest companii preferând metodele simple care economisesc timp. Studiul militează pe ideea conform căreia managerii ar trebui să-și implementeze modelele de predicție a dificultăților financiare în activitatea lor managerială și de a le considera ca parte integrantă a analizei financiare a companiei.

---

[326] Kaczmarek, J. (2019). *"The mechanisms of creating value vs. financial security of going concern—sustainable management*. Sustainability", 11(8), 2278.

[327] Ali, M. N., Almagtome, A. H., Hameedi, K. S. (2019). *"Impact of accounting earnings quality on the going-concern in the Iraqi tourism firms"*. African Journal of Hospitality, Tourism and Leisure, 8(5), 1-12.

[328] Mihaila, S., Grosu, V., Stanciuc (Socoliuc), M. I., Codrean, V. (2023). *"Theoretical and practical considerations on the valuation of revenue from contracts with customers under IFRS 15"*. Proceedings of the 41th International Business Information Management Association (IBIMA), IBIMA Business Conference 26-27 June 2023, Granada, Spain, https://www.youtube.com/watch?v=mGAdr2icakY.

[329] Lesáková, Ľ., Gundová, P., Vinczeová, M. (2020). *"The practice of use of models predicting financial distress in Slovak companies"*. Journal of Eastern European and Central Asian Research (JEECAR), 7(1), 122-136.

Considerăm că aceste rezultate sunt valabile şi pentru mediul economic românesc caracterizat de prezenţa companiilor mici şi mijlocii, puţin axate pe modelele de predicţie a dificultăţilor financiare.

De asemenea, aceleaşi rezultate le-am putut observa şi prin faptul că evaluatorii au declarat că au fost solicitaţi cu preponderenţă şi în activităţi legate de *informare a managementului sau acţionarilor prin intermediul analizei-diagnostic*, aceasta opţiune ocupând locul al doilea în ceea ce priveşte scopurile evaluării companiilor, cunoscut fiind faptul că entităţile apelează, de obicei, la evaluatori de întreprinderi, analişti financiari sau consultanţi de afaceri, atunci când compania înregistrează o scădere a indicatorilor de performanţă financiară şi implicit o scădere a ratelor de rentabilitate.

Cea mai slabă frecvenţă a opţiunilor exprimate a fost opţiunea aferentă ponderii 75-100%, cu o frecvenţă a distribuţiilor de 4.31%. Pe medie, pentru acest indicator, rezultatele obţinute au indicat o polarizare către opţiunea 1 (1.47), respectiv 0-25%, ceea ce denotă totuşi că principalul scop al evaluărilor sunt cele legate de operaţiunile de vânzare/cumpărare, *urmate de asistenţa oferite managerilor.* Deviaţia standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ a fost de 0.828 puncte, pe o scală de la 1 la 4, cu o asimetrie spre dreapta de 1.718 puncte faţă de medie şi o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.15.

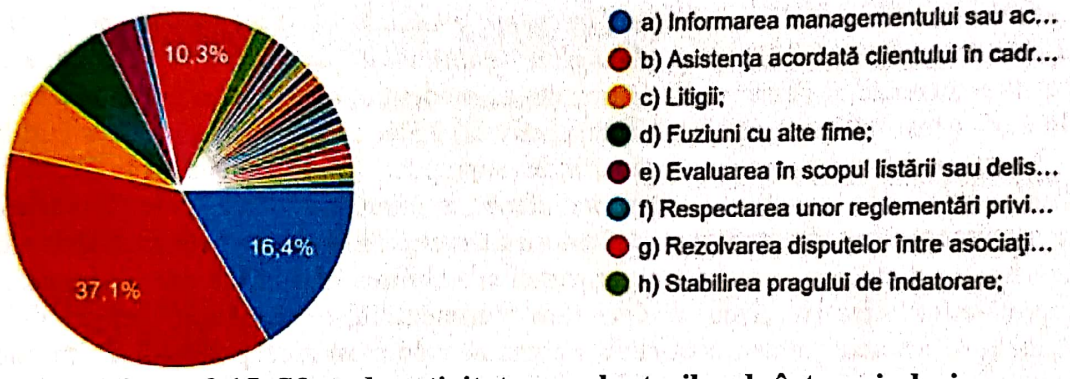


Figura 3.15. Sfera de activitate a evaluatorilor de întreprinderi
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Aceste aspecte se corelează cu cele enunţate anterior, conform cărora evaluatorii sunt implicaţi, în principal, în munca de evaluare pentru a stabili valoarea de vânzare/cumpărare a companiilor aflate în condiţii de continuitate a activităţii şi într-un procent mai mic în evaluarea companiilor în condiţii de dificultate financiară. Suntem de părere, că în perioada următoare, evaluatorii de întreprinderi vor fi implicaţi şi în evaluarea companiilor aflate în condiţii de dificultate financiară, având în vedere perioada dificilă prin care trece economia României în prezent, marcată şi de un număr din ce în ce mai mare de falimente. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.15, de mai sus.

În ceea ce priveşte *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcţie de tipul valorii adoptat, determinat de scopul evaluării"*, respondenţii au afirmat că scopul evaluării are o influenţă foarte mare, cu o frecvenţă a distribuţiilor de 72.41%,în alegerea metodei adecvate de evaluare. Acest lucru se înscrie în linia dictată şi de standardele de evaluare, dar şi de ghidurile practice de evaluare a companiilor. Pe medie pentru indicatorul *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcţie de tipul valorii adoptat, determinat de scopul evaluării"*, eşantionul segregat statistic a indicat aceeaşi influenţă foarte mare a corelaţiei dintre scopul evaluării şi metoda aleasă. Deviaţia standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ a fost de 0.606 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -1.575 puncte faţă de medie şi o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte, aspecte redate grafic în figura 3.16.

Scanned with OKEN Scanner

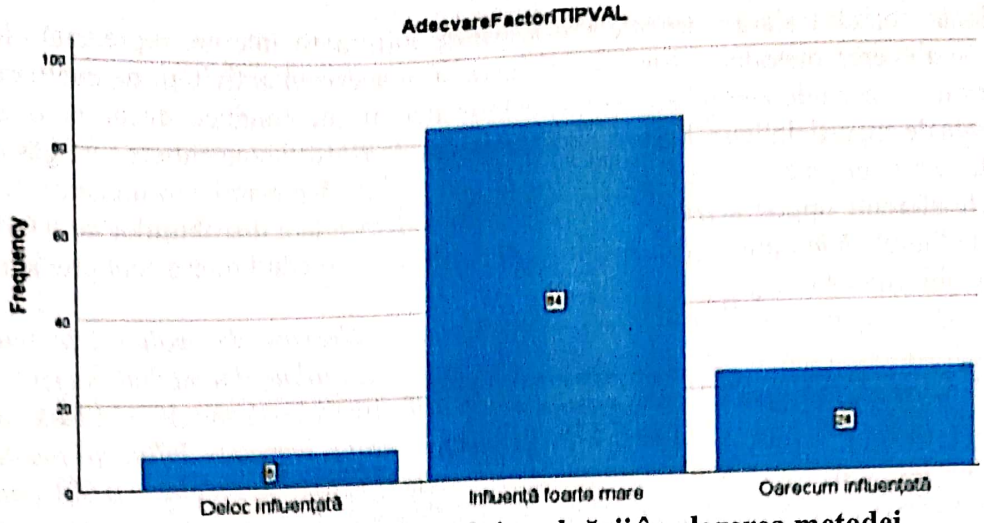


Figura 3.16. Influența scopului evaluării în alegerea metodei
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Sub raportul variabilei *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de abordările sau metodele utilizate de participanții de pe piața relevantă"*, rezultatele demonstrează o influență foarte mare, cu o frecvență a distribuțiilor de 30.17%, a alegerii metodei de evaluare adecvate plecând de la cele utilizate pe piața relevantă. Aceste aspecte demonstrează preferința evaluatorilor români pentru alegerea metodei tranzacțiilor comparabile, în cadrul abordării prin piață, care nu se poate utiliza decât în condițiile unei influențe ridicate a tranzacțiilor de pe piață asupra alegerii metodei de evaluare.

La nivel de medie, pentru acest indicator s-a obținut o polarizare către opțiunea 2, care este cea reprezentată de opțiunea *Oarecum influențată,* așa cum putem observa și din figura 3.17.

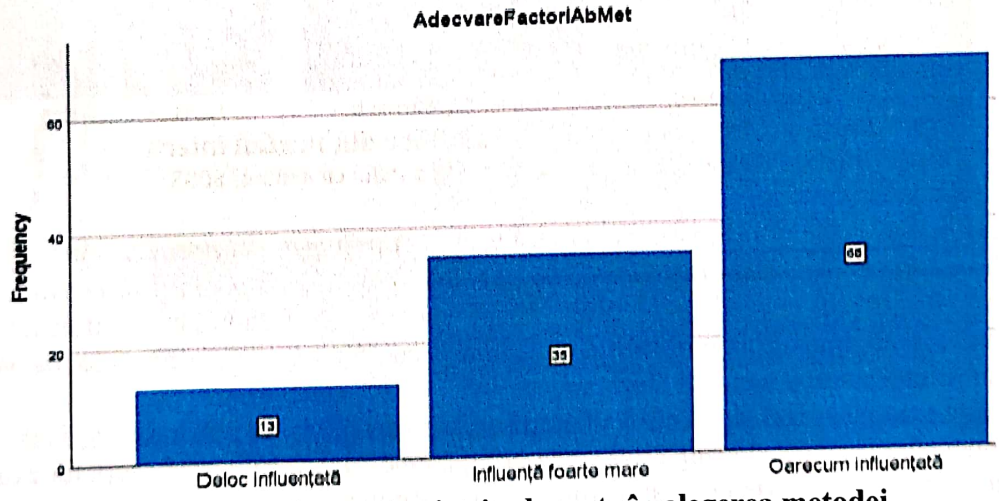


Figura 3.17. Influența pieței relevante în alegerea metodei
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.617 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.14 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Prin prisma variabilei *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de cantitatea și calitatea datelor de intrare și a informații disponibile din mediul intern"*, rezultatele analizei opțiunilor evaluatorilor a indicat faptul că această variabilă are o *influență foarte mare,* cu o frecvență a distribuțiilor de 67.24%, în alegerea metodei optime de evaluare. Prin urmare, evaluatorii consideră că sistemul

Scanned with OKEN Scanner

informațional contabil alături de celelalte surse de informații interne, reprezintă elementul hotărâtor în alegerea metodei optime de evaluare și în succesul activității de evaluare. Lipsa unor informații considerate relevante pentru evaluatori nu conduce decât la o evaluare caracterizată de superficialitate și denotă că sunt necesare eforturi concentrate spre găsirea unor modalități de procurare a acestora în viitor. Cele mai puține răspunsuri exprimate de evaluatori au fost cele aferente opțiunii *Deloc influențată*, cu o frecvență a distribuțiilor de 6.03%, ceea ce întărește faptul că în optica evaluatorilor informațiile din mediul intern sunt cruciale pentru o evaluare obiectivă a companiei.

Pe medie pentru indicatorul *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de cantitatea și calitatea datelor de intrare și a informații disponibile din mediul intern"* (nivelul redus al calității informaționle poate fi generat de informații lipsă sau de o redusă calitate a acestora), răspunsurile s-au polarizat către opțiunea 3 (2.61), respectiv *Influență foarte mare*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.601 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -1.299 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt redate în figura 3.18.

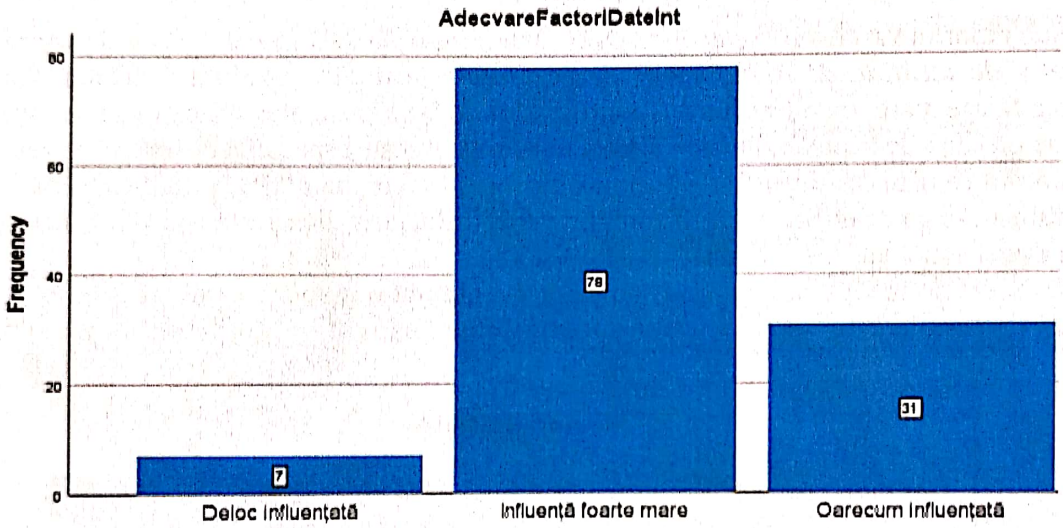


Figura 3.18. Adecvarea informațiilor din mediul intern
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Analiza eșantionului prin prisma variabilei *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de cantitatea și calitatea datelor de intrare și a informații disponibile din mediul extern inclusiv circumstanțele de piață pentru activul subiect"*, a relevat faptul că și informațiile din mediul extern al companiei are o *influență foarte mare*, cu o frecvență a distribuțiilor de 64.66%, în procesul de adecvare a metodei alese.

Aceste rezultate arată faptul că evaluatorii nu se bazează exclusiv pe informații din mediul intern atunci când trebuie să aleagă o metodă optimă de evaluare, adecvată scopului evaluării, ci acordă o importanță foarte mare și mediului extern companiei evaluate.

În aceeași linie cu cele afirmate anterior, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost cele aferente opțiunii *Deloc influențată*, cu o frecvență a distribuțiilor de 6.03%. Pe medie pentru această variabilă, eșantionul a indicat o preferință pentru opțiunea 3 (2.59), respectiv *Influență foarte mare*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.605 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -1.176 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Figura 3.19 prezintă cele afirmate anterior.

Scanned with OKEN Scanner

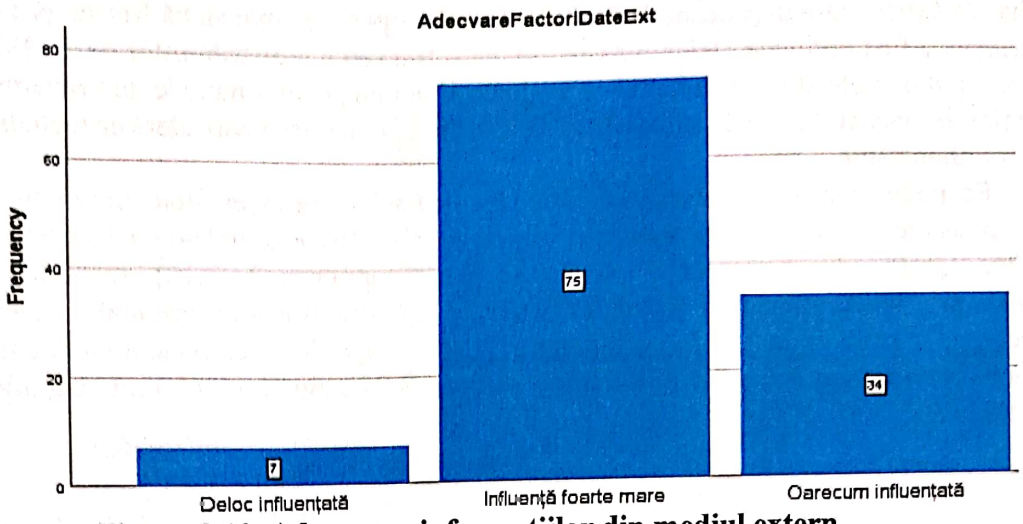


Figura 3.19. Adecvarea informațiilor din mediul extern

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Rezultatele studiului efectuat a reliefat faptul că evaluatorii își *selectează metoda adecvată de evaluare în funcție de diferențele resimțite sub aspectul nivelului de acuratețe generat de rezultatele evaluării,* opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv cea care indica o *Influență foarte mare*, cu o frecvență a distribuțiilor de 35.34%, aspecte care demonstrează preocuparea evaluatorilor pentru alegerea unei metode care să conducă în final la o acurateţe a evaluărilor. Sub acest aspect, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea *Deloc influențată*, cu o frecvență a distribuțiilor de 17.24%.

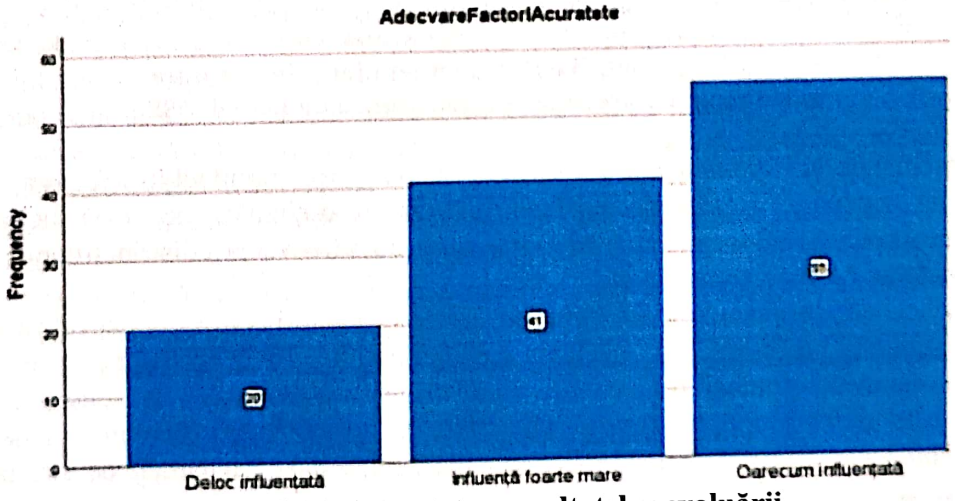


Figura 3.20. Acuratețea rezultatelor evaluării

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Pe medie pentru acest indicator, rezultatele eșantionului au indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.18), respectiv *Oarecum influențată*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.705 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.271 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Figura 3.20, redă grafic cele prezentate anterior.

Cu referire la *selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de nivelul de cunoaștere al metodelor și tehnicilor utilizate în evaluare conexate cu legislația aferentă,* rezultatele obținute demonstrează faptul că evaluatorii țin cont într-un procent foarte mare de familiaritatea cu tehnicile de evaluare atunci când aleg o metodă adecvată de evaluare, alegând opțiunea

Scanned with OKEN Scanner

Influență foarte mare în procent de 32.76%, la polul opus, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea *Deloc influențată*, cu o frecvență a distribuțiilor de 16.38%. Aceste aspecte pot fi explicate și prin faptul că evaluatorii vor alege doar metode de evaluare care sunt permise de standarde, care le sunt extrem de familiare, chiar dacă consideră că metodele clasice pot fi îmbunătățite.

Pe medie, pentru indicatorul selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de nivelul de cunoaștere al metodelor și tehnicilor utilizate în evaluare conexate cu legislația aferentă, analiza eșantionului a indicat o predilecție pentru opțiunea 2 (2.16), respectiv *Oarecum influențată*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.685 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.22 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Figura 3.21 asigură o reprezentare grafică a celor enunțate.

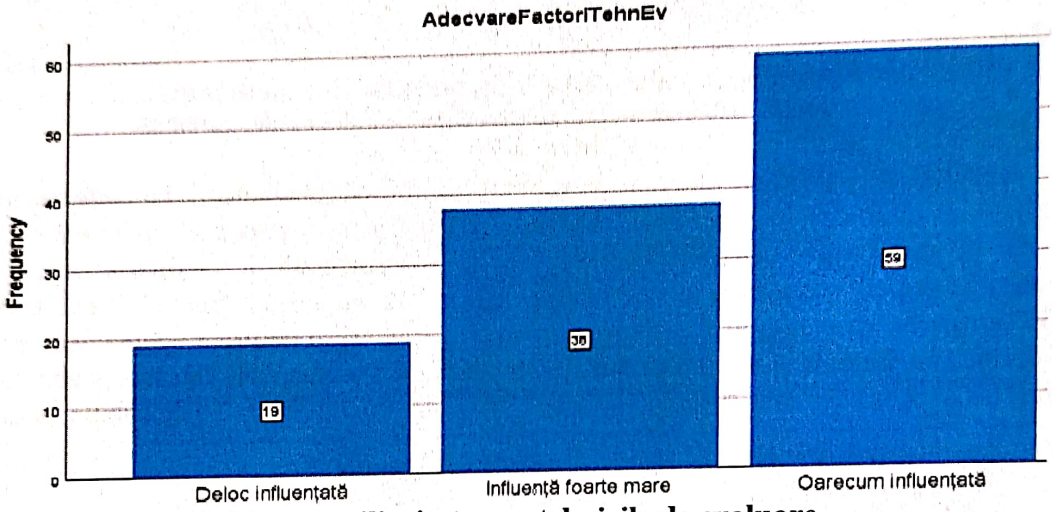


Figura 3.21. Familiaritatea cu tehnicile de evaluare
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

De asemenea, și *raționamentul profesional* deține un rol important în *selectarea metodei adecvate de evaluare,* rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală ne arată că raționamentul profesional are o *influență foarte mare*, cu o frecvență a distribuțiilor de 75%, în alegerea metodei de evaluare adecvate.

Aceste rezultate întăresc ideea conform căreia evaluatorii profesioniști folosesc foarte mult raționamentul profesional în selectarea metodei optime, dar în același timp, sunt limitați la legislația incidentă domeniului evaluării companiilor, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate este aferentă opțiunii *Deloc influențată*, cu o frecvență a distribuțiilor de 5.17%, eșantion reprezentat de cei care doar aplică metodele impuse de standardele de evaluare și nu sunt extrem de preocupați de rezultatele evaluării efectuate.

Aceleași rezultate au fost obținute și pe medie, pentru indicatorul *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de raționamentul profesional"*, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 3 (2.7), respectiv opțiunea *Influență foarte mare*.

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.563 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -1.728 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.22.

Scanned with OKEN Scanner

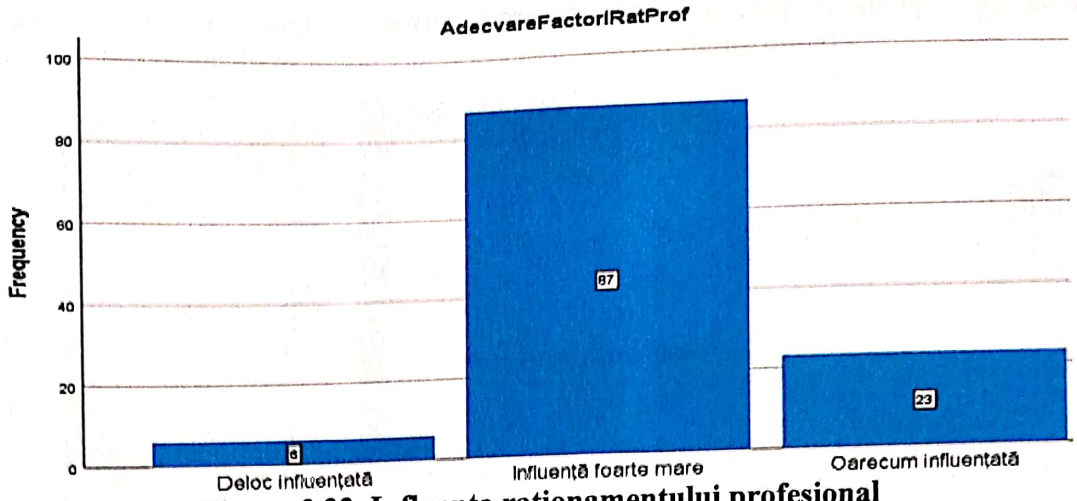


Figura 3.22. Influența raționamentului profesional

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

La aceleași rezultate a ajuns și studiul realizat de Allee și colab. (2020)[330], prin chestionarea a 172 de evaluatori de întreprinderi privind datele de intrare, modelele de evaluare și informațiile din industrie pe care le folosesc, precum și modul în care estimează creșterea pe termen lung și costul capitalului.

Rezultatele acestuia confirmă faptul că specialiștii în evaluare se bazează pe raționamentul lor profesional pentru a selecta un model de evaluare, dar preferă modelul fluxului de numerar actualizat (DCF).

Cu referire la *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de dificultatea de culegere a informațiilor utile aplicării unei anumite metode de evaluare"*, rezultatele obținute au demonstrat faptul că evaluatorii sunt influențați într-o proporție foarte mare, cu o frecvență a distribuțiilor de 38.79%.

Ținând cont de aceste aspecte, suntem de părere că un grad de divulgare superior și o facilitare a accesului la informații reprezintă premisele necesare alegerii de către evaluatori a celei mai adecvate metode de evaluare.

Prin urmare, considerăm că lipsa unor anumite informații poate conduce la un grad mai redus de adecvare a metodei de evaluare optime cu implicații importante asupra calității evaluării efectuate și a îndeplinirii scopului evaluării.

Cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea *Deloc influențată*, cu o frecvență a distribuțiilor de 25%, acest aspect nu face altceva decât să întărească cele menționate anterior. Pe medie, pentru indicatorul amintit anterior, rezultatele obținute au indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.14), respectiv *Oarecum influențată*.

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.79 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.251 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Figura 3.23 indică grafic, polarizarea răspunsurilor evaluatorilor profesioniști.

[330] Allee, K. D., Erickson, D., Esplin, A. M., Yohn, T. L. (2020). *"The characteristics, valuation methods, and information use of valuation specialists"*. Accounting horizons, 34(3), 23-38.

Scanned with OKEN Scanner

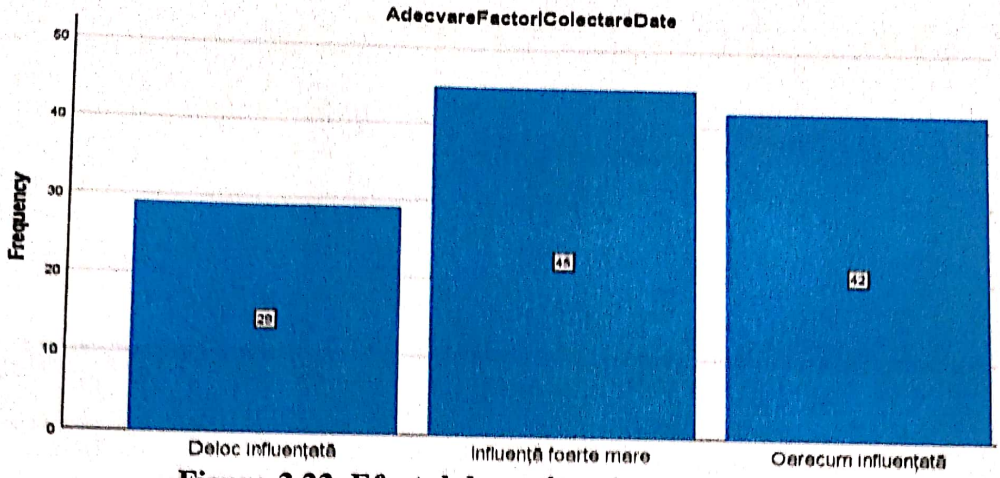


Figura 3.23. Efortul depus în colectarea datelor

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Ținând cont de variabila *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de preferința clientului"*, rezultatele analizei opțiunilor respondenților au indicat faptul că aceștia nu sunt deloc influențați de opțiunea clientului în ceea ce privește alegerea metodei de evaluare, la polul opus, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate au indicat *Influență foarte mare*, cu o frecvență a distribuțiilor de 5.17%.

Pe medie pentru indicatorul selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de preferința clientului, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 1 (1.3) respectiv *Deloc influențată*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.563 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre dreapta de 1.728 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.24, redată mai jos.

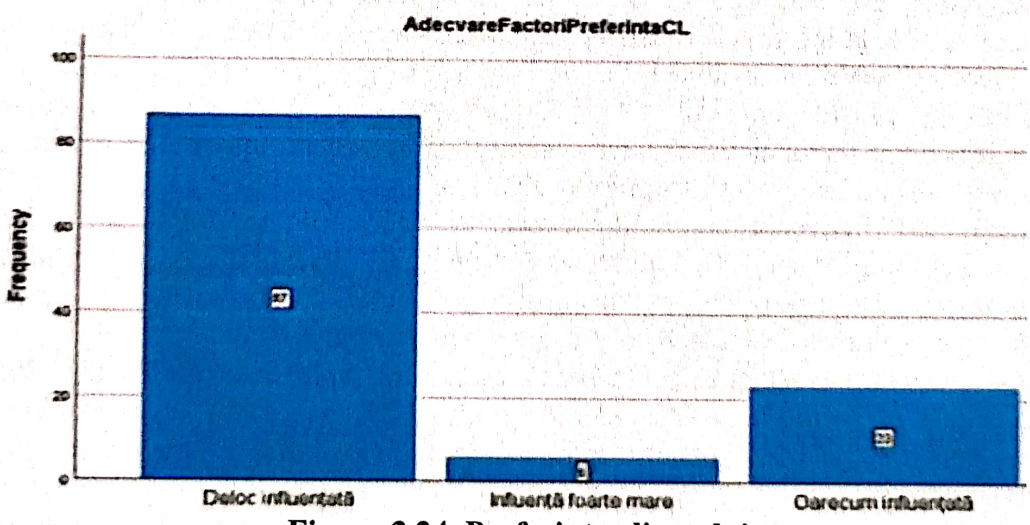


Figura 3.24. Preferința clientului

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Spre deosebire de variabila anterioară, chestionarea respondenților prin intermediul variabilei *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de experiențe anterioare de evaluare în companii similare din același domeniu de activitate"* a indicat rezultatele diferite, în sensul în care aceștia sunt oarecum influențați de experiențele anterioare în evaluarea unor entități similare. Aceste aspecte ne demonstrează faptul că evaluatorii sunt conștienți de

Scanned with OKEN Scanner

particularitățile fiecărei companii în parte și nu pot trata similar două entități, chiar dacă fac parte din același domeniu de activitate, așa cum reiese din figura următoare:

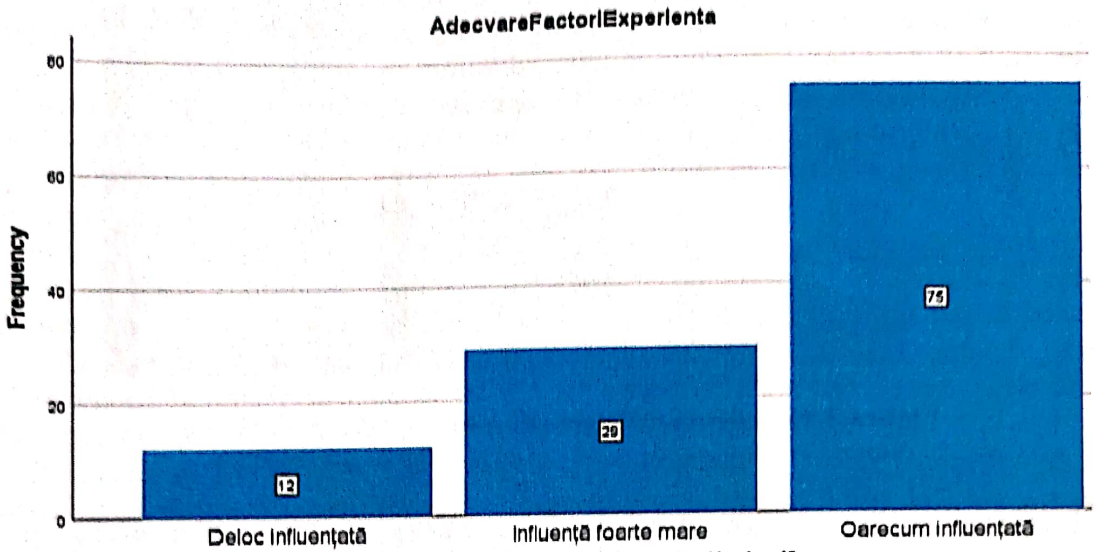


Figura 3.25. Experința în companii similare

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Tot pentru variabila *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de experiențe anterioare de evaluare în companii similare din același domeniu de activitate"* s-a înregistrat o frecvență a distribuțiilor de 10.34% pentru opțiunea, *Deloc influențată*, ceea ce semnifică faptul că acest segment de evaluatori tratează diferit fiecare companie în parte, considerând că fiecare companie e unică în felul ei. Pe medie pentru indicatorul menționat anterior, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.15), respectiv *Oarecum influențată*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.579 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.013 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.25.

Un aspect extrem de interesant este cel care rezultă din analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"selectarea metodei adecvate de evaluare în funcție de analiza factorilor de valoare adăugată și a riscurilor în legătură cu evaluarea valorii companiei"*, pentru care rezultatele indică faptul că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea aferentă unei *Influențe foarte mare*, cu o frecvență a distribuțiilor de 29.31%, ceea ce denotă faptul că, pentru evaluatorii de întreprinderi, factorii care pot concura la crearea de valoare pentru companie trebuie identificați și mai ales evaluați, în corelație directă cu evaluarea riscurilor la care compania este sau poate fi supusă în viitor și care impactează asupra valorii ei globale.

Considerăm că acești factori sunt reprezentați de *prezența activelor intangibile*. Aceste aspecte se încriu și în linia studiilor de specialitate pe topicul *evaluarea activelor intangibile*, deoarece atât evaluatorii profesioniști, cât și literatura de specialitate consideră că deținerea de către companii a unui portofoliu important de active intangibile contribuie la crearea de valoarea pentru acestea, iar această valoarea trebuie recunoscută și evaluată.

Pe medie pentru indicatorul anterior menționat, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.18), respectiv *Oarecum influențată*, rezultate care validează importanță evaluării factorilor de creare de valoare și a riscurilor asociate cu întreprinderea evaluată. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.613 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.121 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.26 de mai jos.

Scanned with OKEN Scanner

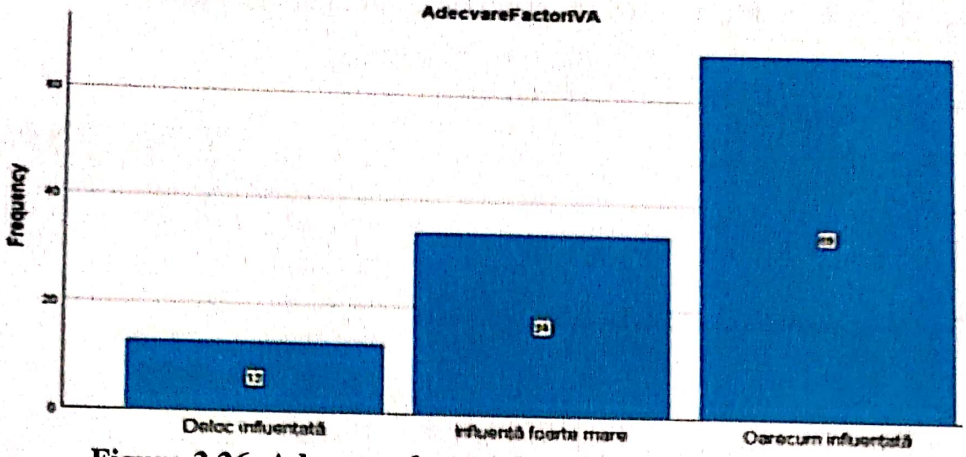


Figura 3.26. Adecvare factori de valoare adăugată şi risc
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Întrebarea cu nr. 15 din chestionarul administrat profesioniştilor evaluatori de întreprinderi a vizat obţinerea unor informaţii legate de structura situaţiilor finaciare pentru care evaluatorii optează atunci când evaluează o companie şi dacă informaţiile financiar-contabile sunt suficiente sau apelează şi la informaţii nefinanciare culese din raportările voluntare sau bilanţul de sustenabilitate.

Astfel, în ceea ce priveşte analiza eşantionului prin intermediul indicatorului *"frecvenţa utilizării în activitatea de evaluare a informaţiilor financiar-contabile din bilanţ"* (a se vedea figura 3.27), rezultatele obţinute au indicat faptul că evaluatorii apelează *întotdeauna la informaţiile financiar-contabile din bilanţ*, această opţiune indicând o frecvenţă a distribuţiilor de 83.62%.

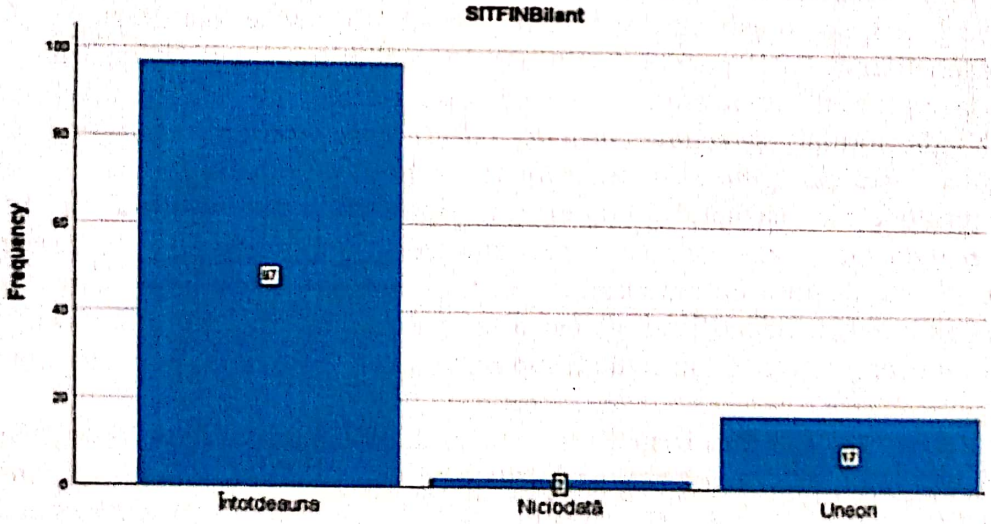


Figura 3.27. Frecvenţa utilizării bilanţului
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Aceste aspecte pot fi explicate prin faptul că metodele tradiţionale de evaluare, bazate pe cost (calcularea activului net contabil şi, respectiv a activului net contabil corectat), sunt prevăzute în standardele de evaluare a bunurilor, sunt metode simple şi prezintă un grad ridicat de obiectivitate. Aceleaşi rezultate au fost obţiunute şi pe pe medie, răspunsurile colectate de la evaluatori fiind polarizate către opţiunea 3 (2.82), respectiv *Întotdeauna*. Deviaţia standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ a fost de 0.429 puncte, pe o scală de la 1 la 3,

Scanned with OKEN Scanner

cu o asimetrie spre stânga de -2.325 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte, așa cum se observă în figura 3.27.

Cercetătorul maghiar Juhász (2016)[331], atrage atenția într-un studiu realizat la nivelul a 300 de manageri financiari de top din diferite companii maghiare de producție și servicii, asupra faptului că concentrându-se doar pe măsurile contabile tradiționale sau bazându-se pe metode învechite, este mai puțin probabil ca managerii de top să ia decizii de maximizare a valorii acționarilor. Din perspectiva evaluatorilor însă, studiul arată că valoarea contabilă și-a pierdut din popularitate, în timp ce estimările mai adecvate bazate pe valoarea de piață au câștigat importanță.

Și informațiile financiar-contabile din *contul de profit și pierdere* reprezintă o sursă valoroasă de informații pentru evaluatori, frecvența utilizării acestora în activitatea de evaluare fiind foarte mare, evaluatorii optând pentru opțiunea *Întotdeauna*, cu o frecvență a distribuțiilor de 81.03%. Aceste rezultate confirmă faptul că informațiile desprinse din contul de profit și pierdere reprezintă principala sursă de informații utilizate în metodele bazate pe randament, metode care sunt prescrise de către standardele de evaluare a bunurilor.

Pe medie, au fost obținute aceleași variabile, polarizate în jurul opțiunii *Întotdeauna*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.448 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -2.041 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.28, prezentată mai jos.

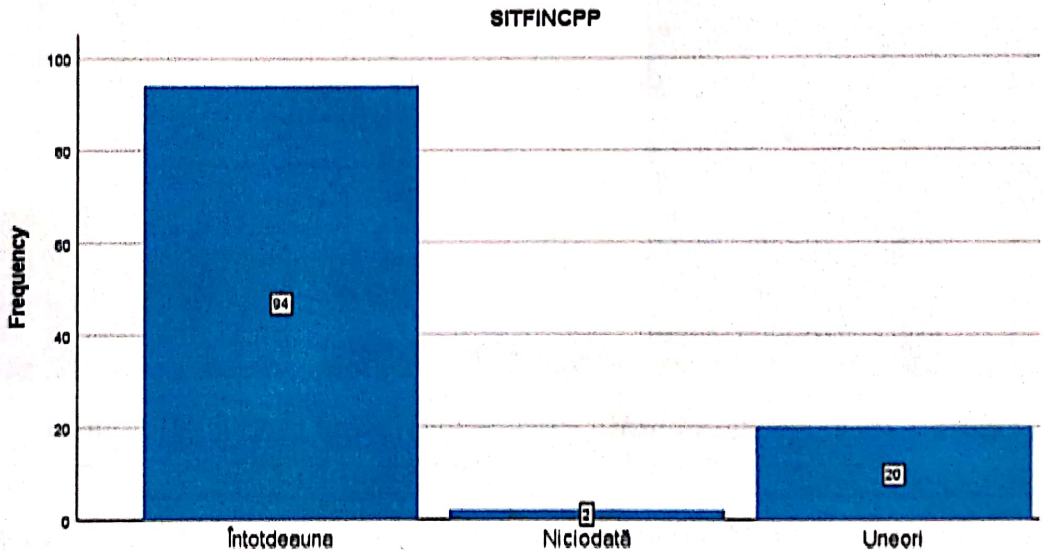


Figura 3.28. Frecvența utilizării contului de profit și pierdere

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Aceste rezultate sunt confirmate și de către studiul realizat de Wu și colab. (2023)[332] care arată importanța informațiilor din contul de rezultate în ceea ce privește strategia de dezvoltare durabilă a companiilor care impune acestora să-și aloce în mod rezonabil resursele și să promoveze dezvoltarea rapidă și pe termen lung a acesteia. Autorii atrag, de asemenea, atenția asupra compoziției profiturilor, diferențele în compoziția acestora conduc la diferențe în ceea ce privește relevanța valorii câștigurilor corporative. Astfel, autorii susțin faptul că în cazul companiilor cu o proporție mare de active de exploatare profiturile lor de bază au o relevanță

[331] Juhász, P. (2016). *"Management under Limited Information–The Measurement of Off-Balance Sheet Assets at Hungarian firms"*. Central European Business Review, 5(4), 23-33.

[332] Wu, F., Ock, Y. S., Su, X. (2023). *"A New Perspective on Interpreting the Accounting Information of Listed Companies: Research on the Asset Structure Difference and Earnings Value Based on a Sustainable Development Strategic Perspective"*. Sustainability, 15(1), 10.

Scanned with OKEN Scanner

mai puternică asupra valorii, la entitățile cu o proporție mare de active de investiții au o relevanță valorică mai mare veniturile lor din investiții. Diferitele structuri de active ale companiilor cotate la bursă reprezintă un factor esențial care afectează relevanța valorică a profiturilor corporative, iar structura diferită a activelor companiilor cotate la bursă rezultă din alegerea dezvoltării strategice a companiei, ceea ce arată că strategia companiei afectează relevanța valorii profiturilor companiei. Considerăm că aceste aspecte sunt relevante pentru cercetarea de față și trebuie luate în calcul de evaluatorii de întreprinderi atunci când recurg la informația din contul de rezultate în evaluarea companiilor.

Aceeași importanță ridicată o acordă evaluatorii și informațiilor din situația modificării capitalului propriu în munca de evaluare, rezultatele obținute în funcție de variabila *"frecvența utilizării în activitatea de evaluare a informațiilor financiar-contabile din situația modificărilor capitalului propriu"*, după cum se poate observa în cadrul figurii 3.29, demonstrând că aceștia țin întotdeauna cont de această structură a situațiilor financiare, cu o frecvență a distribuțiilor de 66.38%. Aceste rezultate confirmă importanța pe care o are această structură a situațiilor financiare anuale în aprecierea gradului de îndatorare a unei entități, dar și a utilizării acestor informații în calcularea valorii unei acțiuni sau părți sociale sau în scopuri de asistență acordată managerilor.

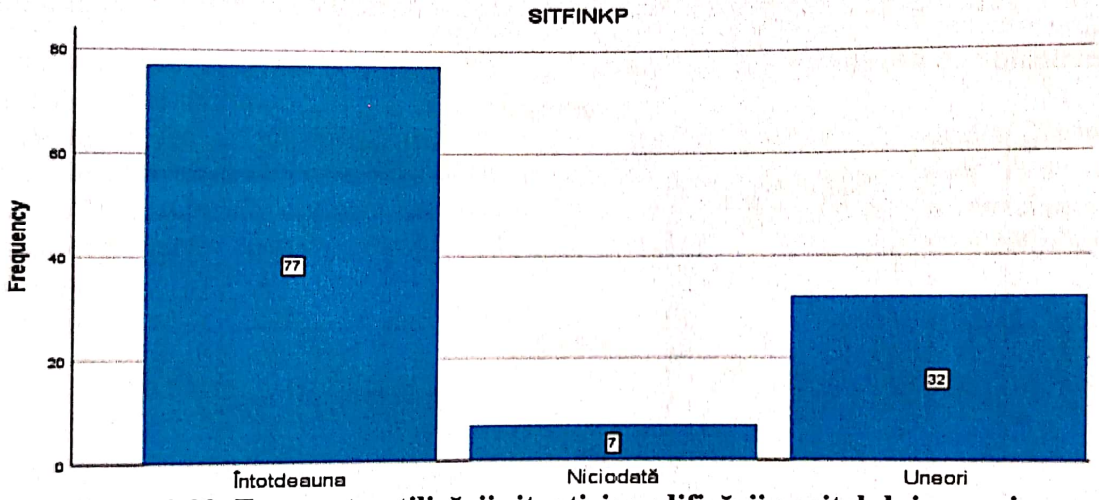


Figura 3.29. Frecvența utilizării situației modificării capitalului propriu

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Procentele mai mari de frecvență a informațiilor din bilanț(83,62%) și din contul de profit și pierdere (81,03%) corelate cu o frecvență mai mică a utilizării informațiilor din situația modificării capitalului propriu (66,38%) pot fi explicate prin faptul că evaluatorii români, așa cum am văzut anterior, evaluaează cu preponderență entități mici, pentru care raportarea financiară presupune doar bilanț, cont de profit și piredere și note explicative, în dauna companiilor cotate la care regăsim și situația modificării capitalului propriu.

Aceeași distribuție a opțiunilor o regăsim și pe medie pentru acest indicator, evaluatorii optând *Întotdeauna,* pentru aceste informații. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.603 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -1.257 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Figura 3.29 prezintă sugestiv aceste informații.

Rezultate similare au fost obținute și pentru informațiile cu caracter narativ, culese de către evaluatori din notele explicative din raportarea financiară, respectiv alte raportări cu caracter narativ, rezultatele indicând importanța lor pentru evaluatori prin alegerea opțiunii *Întotdeauna*, cu o frecvență a distribuțiilor de 59.48%, confirmate și de rezultatele obținute pe medie cu o polarizare către opțiunea 3 (2.53), respectiv *Întotdeauna*. Aceste rezultate sunt

Scanned with OKEN Scanner

confirmate de faptul că notele explicative reprezintă o componentă obligatorie a setului simplificat de situaţii financiare şi de preponderenţa evaluării companiilor mici de către respondenţii evaluatori. De asemenea, considerăm că raportarea narativă constituie un supliment informaţional de netăgăduit în munca de evaluare, atât pentru evaluatorii cu pregătire în domeniul contabilităţii, cât mai ales pentru evaluatorii cu pregătire tehnică, care pot ajunge prin intermediul acestor raportări la un grad de inteligibilitate mai ridicat cu privire la compania subiect al evaluării.

În ceea ce priveşte deviaţia standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ a fost de 0.611 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.95 puncte faţă de medie şi o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.30.

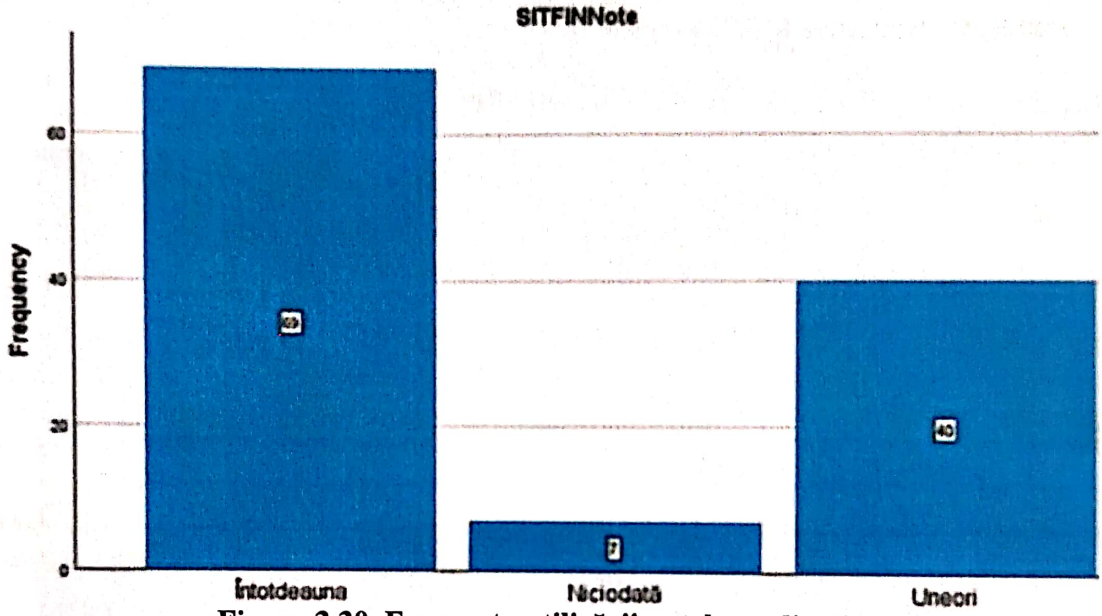


Figura 3.30. Frecvenţa utilizării notele explicative
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Studiul realizat de Hussainey şi colab. (2022)[333], focusat pe examinarea efectului guvernanţei corporative asupra raportării narative, subliniază faptul că calitatea guvernanţei corporative adaugă valoare acestui tip strategic de dezvăluire corporativă.

Acest studiu se adaugă multiplelor studii care au demonstrat faptul că un grad ridicat de divulgare conduce la crearea de valoare pentru companie, de aceea se impun măsuri de creştere a calităţii guvernanţei corporative sub acest aspect.

În ultimii ani conducerea companiilor au fost preocupate din ce în ce mai mult în această direcţie, accentuându-se rolul responsabilităţii sociale corporative a acestora.

Sub presiunea tot mai puternică a părţilor interesate şi cerinţelor lor informaţionale din ce în ce mai eterogene, companiile au fost preocupate de creşterea calităţii divulgării informaţiilor către părţile interesate, adăugând informaţiilor financiare şi informaţii nefinanciare prin intermediul unor raportări suplimentare.

Un pas important în standardizarea acestor informaţii îl reprezintă bilanţul de sustenabilitate, care cuprinde raportarea de informaţii legate de mediu, sociale şi de guvernanţă.

În continuarea celor afirmate anterior, în ceea ce priveşte utilizarea informaţiilor nefinanciare în munca de evaluare redată prin variabila *"frecvenţa utilizării în activitatea de evaluare a informaţiilor contabile din bilanţul de sustenabilitate sau alte raportări ale*

[333] Hussainey, K., Albitar, K., Alkaraan, F. (2022). *"Corporate narrative reporting on industry 4.0 technologies: does governance matter?"*. International Journal of Accounting & Information Management, (ahead-of-print).

Scanned with OKEN Scanner

informațiilor nefinanciare", rezultatele indică o polarizare, pe medie către opțiunea 2 (2.08) respectiv *Uneori* (conform figurii 3.31), ceea ce denotă un grad de utilizare mai mic în comparație cu informațiile financiare, dar totuși important, aspect pe care îl explicăm prin faptul că *în prezent, nu există o standardizare a acestor informații în standardele de evaluare sau alte reglementări incidente domeniului evaluării companiilor.*

Observăm, de asemenea, faptul că evaluatorii au conștientizat importanța acestor informații în aprecierea valorii globale a unei entități și că le utilizează în munca lor, în ciuda procentului destul de mic de companii cotate evaluate de către aceștia și care raportează informațiile nefinanciare prin intermediul bilanțului de sustenabilitate.

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.635 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.063 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

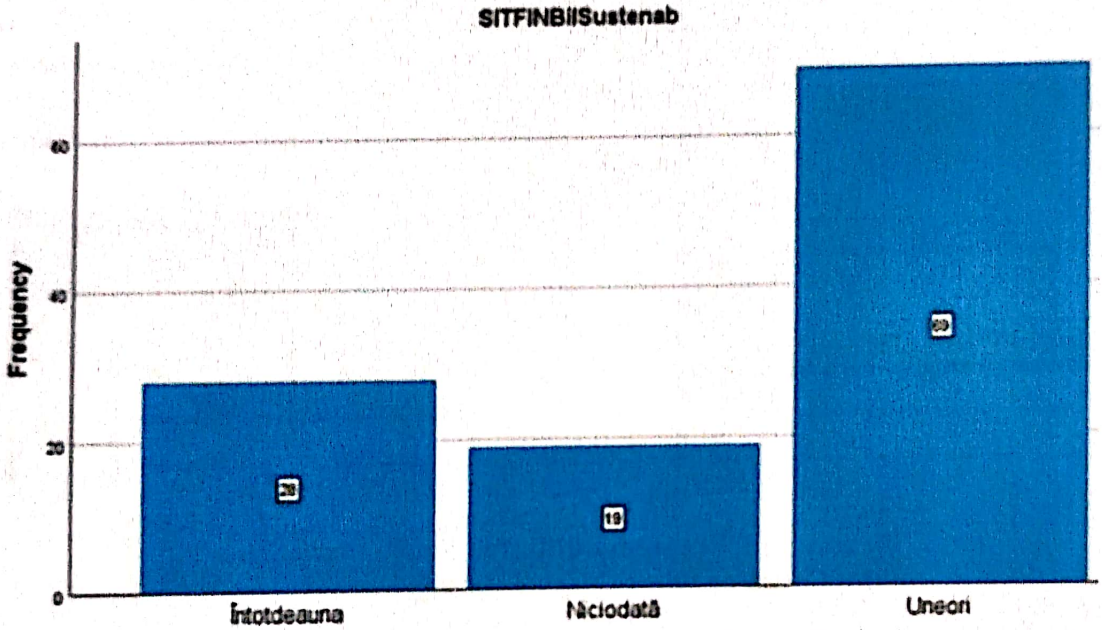


Figura 3.31. Frecvența utilizării informațiilor nefinanciare

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

În acord cu studiul nostru este și cel realizat de Bini și colab. (2023)[334], care atrage atenția asupra faptului că directiva europeană și legislația britanică succesivă privind problematica raportării sustenabilității se bazează pe o abordare juridică reflexivă, care evită să precizeze ce ar trebui dezvăluit sau să articuleze cerințe minime de publicare.

Din aceste considerente, nu există la nivel european un consens larg răspândit în jurul unei definiții specifice a modelului de afaceri, a elementelor sale constitutive și a funcției sale de raportare, care să integreze și informațiile nefinanciare.

Din perspectiva datelor de intrare utilizate, măsurată cu ajutorul variabilei *"frecvența informațiilor selectate ca date de intrare reale în procesul de evaluare",* rezultatele obținute pe medie au indicat o polarizare a răspunsurilor către utilizarea *fluxurilor de trezorerie degajat din utilizarea activelor,* conform figurii 3.32, cu o deviație standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.712 puncte, pe o scală de la 1 la 4, cu o asimetrie spre dreapta de 0.62 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

---

[334] Bini, L., Schaper, S., Simoni, L., Giunta, F., Nielsen, C. (2023). *"Mandatory non-financial disclosure: is everybody on the same page about business model reporting?"*. Accounting Forum, Vol. 47, No. 2, pp. 198-222, Routledge.

Scanned with OKEN Scanner

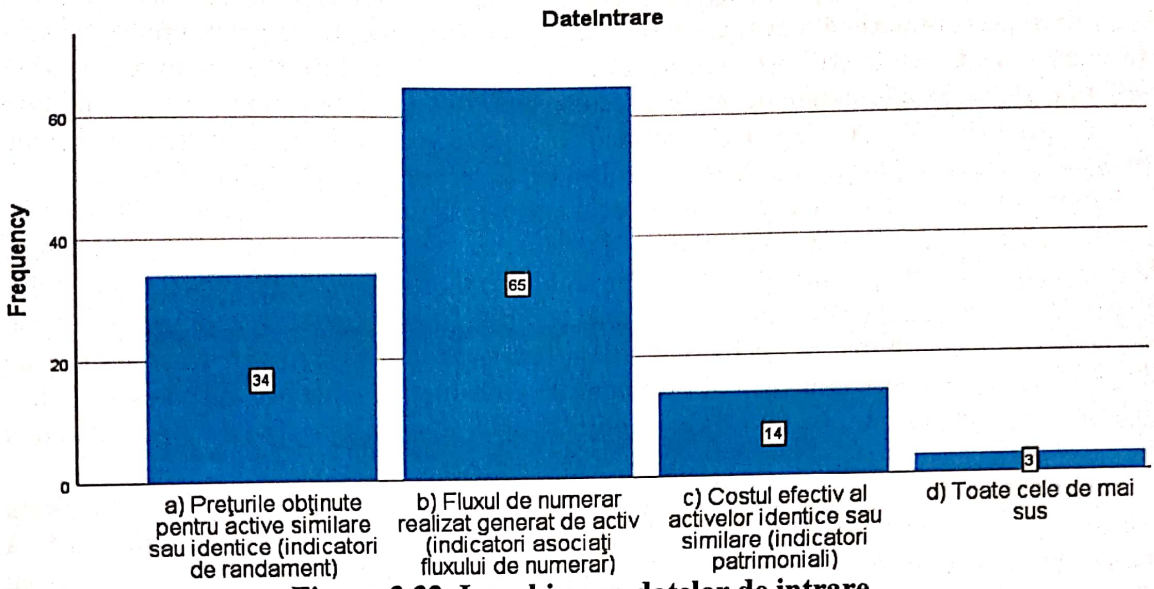


Figura 3.32. Ierarhizarea datelor de intrare

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Rezultate similare cu cele anterior amintite au fost obţinute şi în cazul variabilei *"frecvenţa informaţiilor selectate ca date de intrare reale în procesul de evaluare"*, pentru care, pe medie eşantionul a indicat o polarizare către opţiunea 1 (1.42), respectiv cea aferentă *fluxurilor de numerar estimate sau previzionate,* conform figurii 3.33.

Deviaţia standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ a fost de 0.759 puncte, pe o scală de la 1 la 4, cu o asimetrie spre dreapta de 1.905 puncte faţă de medie şi o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

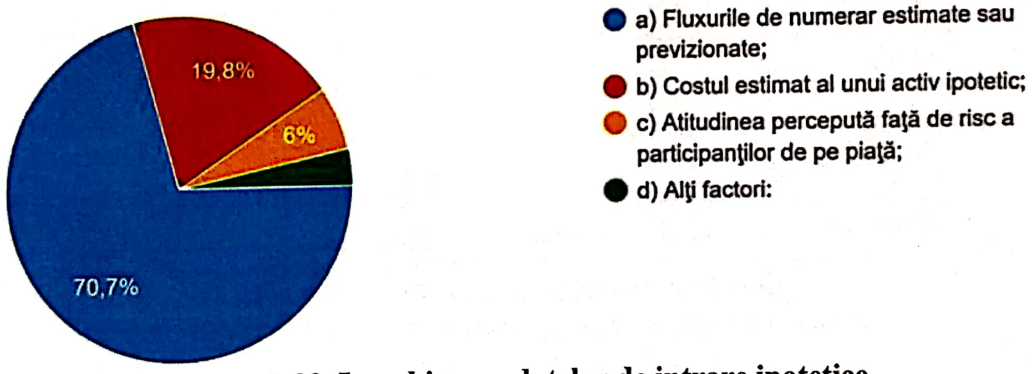

19,8%
6%
70,7%
a) Fluxurile de numerar estimate sau previzionate;
b) Costul estimat al unui activ ipotetic;
c) Atitudinea percepută faţă de risc a participanţilor de pe piaţă;
d) Alţi factori:

Figura 3.33. Ierarhizarea datelor de intrare ipotetice

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Coroborând rezultatele obţinute în cazul datelor de intrare reale cu datele de intrare ipotetice, se observă aceeaşi preferinţă a evaluatorului pentru utilizarea informaţiilor legate de fluxurile de numerar generat de activ şi a fluxurilor de trezorerie, ceea ce demonstrează un grad ridicat de pragmatism din partea evaluatorilor, care sunt de părere că valoarea unei companii trebuie apreciată prin capacitatea ei de a genera fluxuri de trezorerie viitoare, în dauna indicatorilor de randament sau de indicatorilor patrimoniali, clasaţi pe locul doi, respectiv trei în opţiunile respondenţilor.

Acest pragmatism al evaluatorilor poate fi asociat şi cu gradul ridicat de experienţă a profesioniştilor evaluatori respondenţi (marea parte a repondenţilor încadrându-se în intervalul de experienţă 21-30 de ani).

Scanned with OKEN Scanner

Sub raportul preferinței abordărilor reglementate în practica evaluării companiilor, observăm aceeași preferință a evaluatorilor pentru abordările bazate pe venit, urmate de cele prin piață și cele bazate pe cost. Aceste rezultate consolidează rezultatele expuse anterior, conform cărora metoda fluxului de numerar actualizat (discounted cash-flow - DCF), care face parte din abordările bazate pe venit, este metoda pe care profesioniștii evaluatori o preferă. Aceste rezultate sunt întărite și de studiul realizat de Allee și colab. (2020)[335].

Prezența pe locul secund în opțiunile evaluatorilor de întreprinderi a abordărilor bazate pe piață, se explică prin același pragmatism al evaluatorilor, care consideră că aceste abordări, pot fi mai bine corelate cu estimarea valorii unei companii, prin utilizarea metodei tranzacțiilor comparabile decât simpla calculare a valorii unei companii pe baza informațiilor bazate pe cost.

Clasarea pe locul trei, respectiv a abordării bazate pe cost relevă, de asemenea, un grad ridicat de maturitate și pragmatism al evaluatorilor români care au conștientizat că metodele patrimoniale, în ciuda gradului lor ridicat de obiectivitate, sunt depășite de realitățile economiei actuale.

Astfel, în ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"frecvența utilizării abordării prin venit"* rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv *Întotdeauna,* cu o frecvență a distribuțiilor de 61.21% (conform figurii 3.34), consolidând fluxurile de numerar ca indicator primordial de evaluare a companiilor, aceleași rezultate fiind obținute și la nivel de medie.

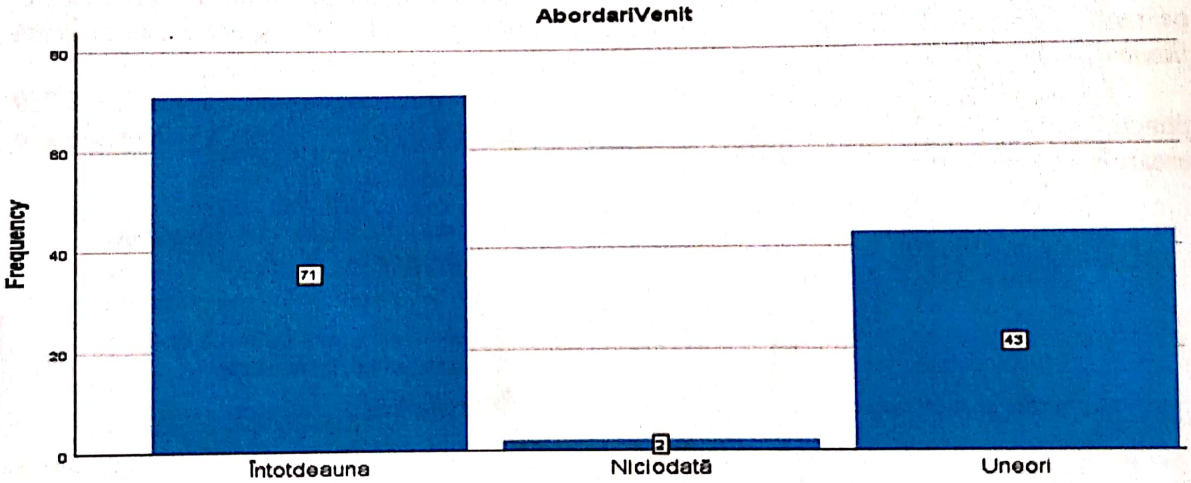


Figura 3.34. Preferința abordării prin venit

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"frecvența utilizării abordării prin piață"*, pe medie rezultatele au indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.41), respectiv *Uneori,* așa cum reiese și din figura 3.35.

[335] Allee, K. D., Erickson, D., Esplin, A. M., Yohn, T. L. (2020). *"The characteristics, valuation methods, and information use of valuation specialists"*. Accounting horizons, 34(3), 23-38.

Scanned with OKEN Scanner

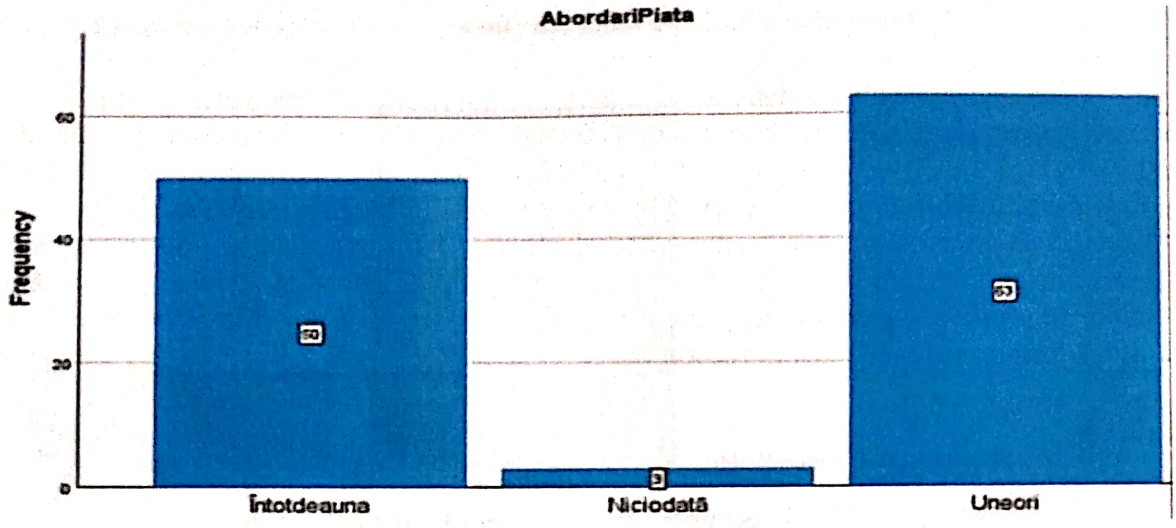


Figura 3.35. Preferința abordării prin piață

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

În ceea ce privește *"frecvența utilizării abordării prin active (cost)"* rezultatele obținute pe medie, a indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.16), respectiv *Uneori* (așa cum se poate observa din figura 3.36).

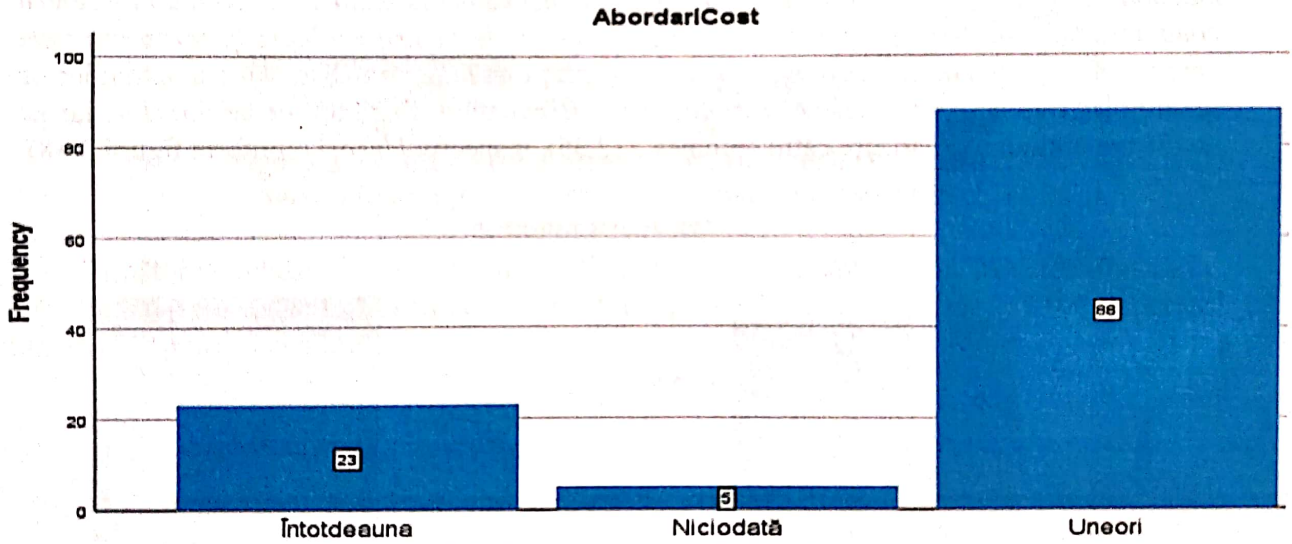


Figura 3.36. Frecvența abordării prin cost

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

În ceea ce privește, variabila aferentă *"frecvenței utilizării altor abordări apreciate posibile dar care nu se regăsesc în SEV 200 și GEV 600 (AbordariAlternative)"* rezultatele studiului indică faptul că profesioniștii evaluatori nu au utilizat metode alternative de evaluare în activitatea lor, deoarece acestea nu sunt permise în SEV 201 și GEV 600, aspecte redate grafic de figura 3.37.

Scanned with OKEN Scanner

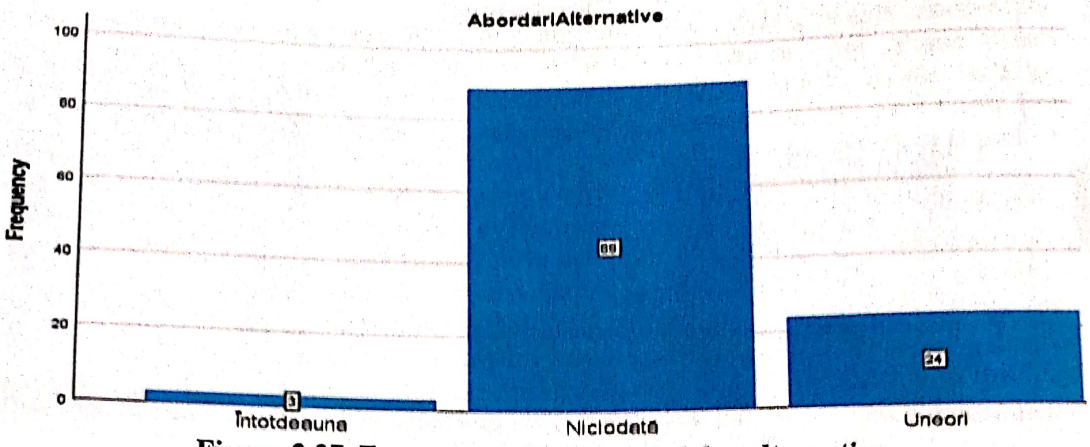


Figura 3.37. Frecvența utilizării metodelor alternative
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Aceste aspecte, corelate cu faptul declarat al faptului că sunt de acord cu îmbunătățirea legislației actuale incidente evaluării companiilor, reclamă necesitatea implicării organismelor de reglementare de a modifica în acest sens legislația.

De asemenea, studiul efectuat a demonstrat şi preferința evaluatorilor *pentru aplicarea mai multor abordări în evaluare în scopul obținerii unei valori estimate cât mai credibile pentru companie, mai ales în situația în care datele disponibile pentru evaluare şi utilizarea unei singure metode nu conduc la obținerea unei evaluări credibile* cu o distribuție a opțiunilor pe scală polarizată spre opțiunea *întotdeauna*, cu o frecvență a distribuțiilor de 43.97%, iar pe medie s-a obținut o polarizare către opțiunea 2 (2.35), respectiv *Uneori* (conform figurii 3.38).

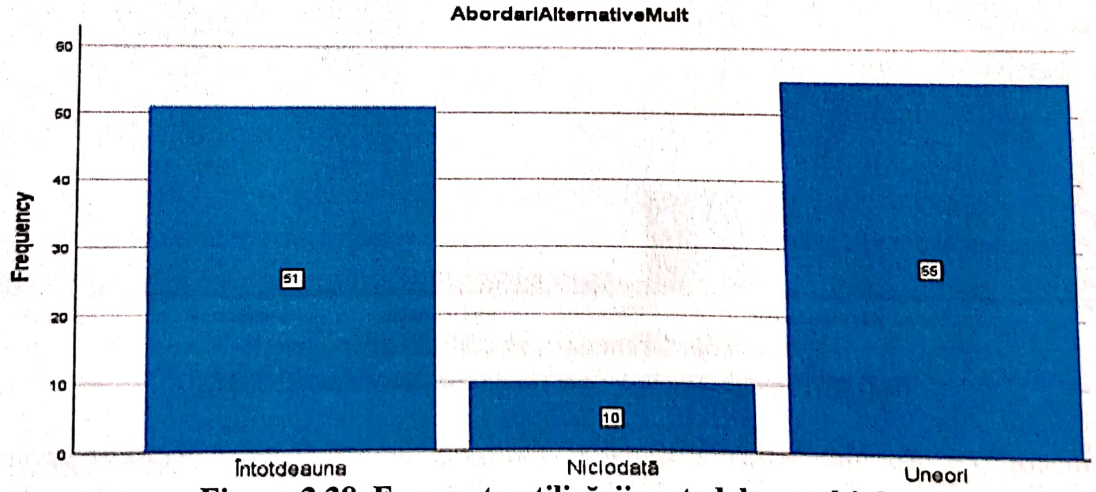


Figura 3.38. Frecvența utilizării metodelor multiple
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Având în vedere cele enunțate anterior, putem concluziona asupra faptului că evaluatorii de întreprinderi din România utilizează cu precădere în munca de evaluare informațiile desprinse din situația fluxurilor de trezorerie, întrucât consideră acest indicator ca fiind cel mai relevant din perspectiva valorii globale a companiei, din aceste rațiuni preferând ca metodă de evaluare metoda actualizării fluxurilor de numerar viitoare.

Scanned with OKEN Scanner

3.4.2. Opinia evaluatorilor de întreprinderi privind abordarea prin piață

Pentru a testa opinia EI din România referitor la metodele de evaluare aferente abordării prin piață, chestionarul a cuprins un număr de opt întrebări (19-26), cu răspunsuri închise, deschise și de tip matriceal. Astfel, în ceea ce privește *"frecvența utilizării unor multipli de preț și multipli de valoare a companiei în cadrul abordării prin piață"*, profesioniștii evaluatori au ierarhizat o serie de indicatori, considerați relevanți pentru a aprecia structura de finanțare a companiei (gradul de îndatorare). Astfel, ei consideră că indicatorul cel mai relevant este cel dat de raportul dintre valoarea business-ului și vânzări (pentru care s-a obținut, pe medie o polarizare a răspunsurilor către opțiunea 2, (2.02), respectiv *Uneori* (conform figurii 3.39).

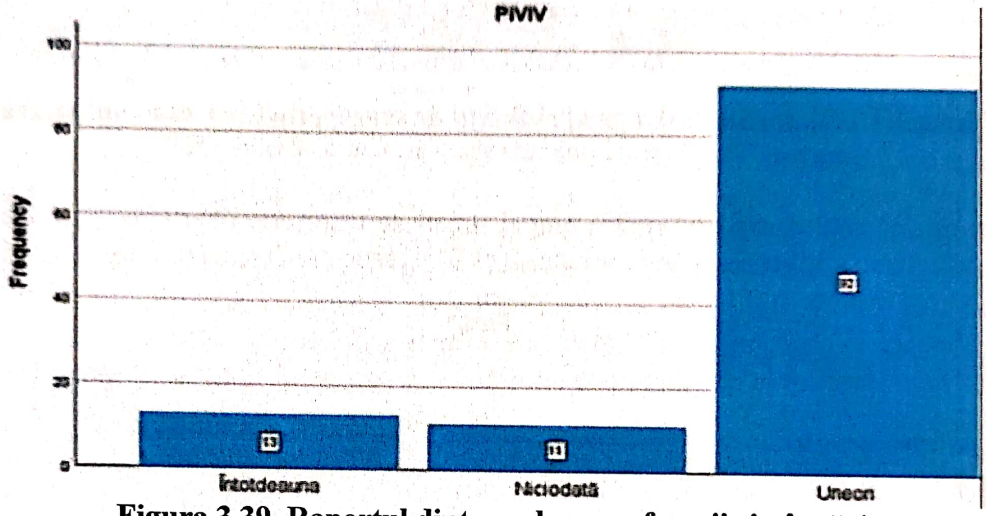


Figura 3.39. Raportul dintre valoarea afacerii și vânzări
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Următorul indicator relevant este considerat raportul dintre preț și valoarea contabilă (P/BV - price to book value), pentru care s-a obținut, pe medie aceeași opțiune 2 (1.92) respectiv *Uneori* (conform figurii 3.40).

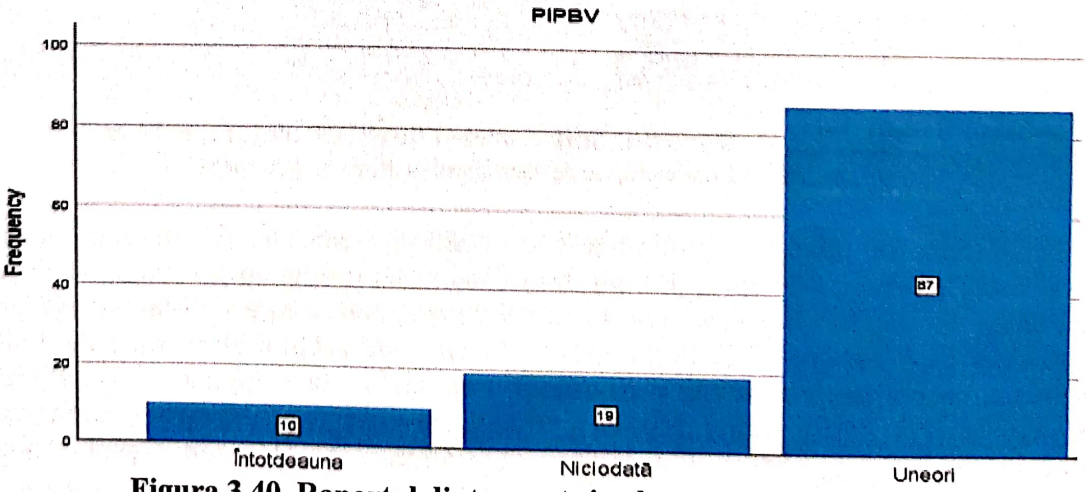


Figura 3.40. Raportul dintre preț și valoarea contabilă
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

În ceea ce privește raportul dintre preț și fluxul de numerar din exploatare (P/CF - price to cash flow), s-a obținut o polarizare a opțiunilor către opțiunea 2 (1.99), respectiv *Uneori* (conform figurii 3.41).

Scanned with OKEN Scanner

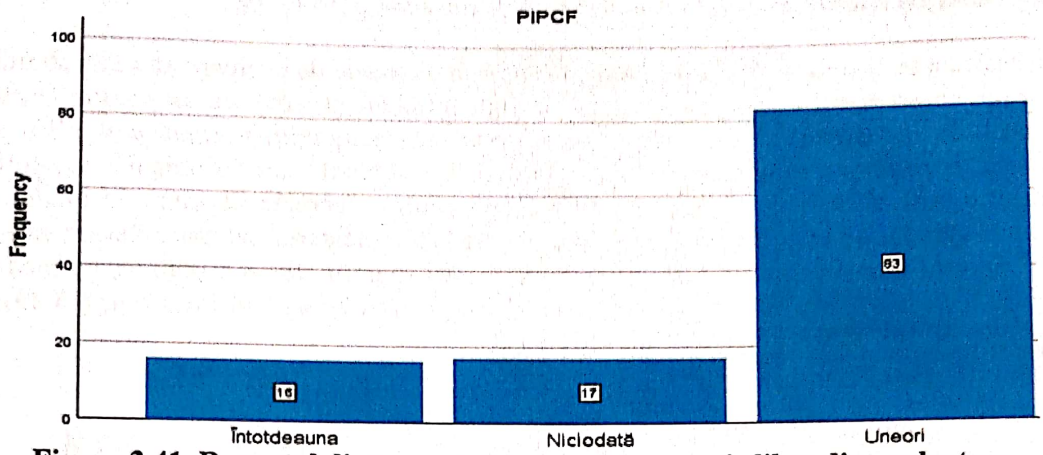


Figura 3.41. Raportul dintre preț și fluxul de trezorerie liber din exploatare

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Pentru indicatorul raportul dintre preț și fluxul de trezorerie liber (free cash flow), s-a obținut o polarizare a opțiunilor către opțiunea 2 (1.91), respectiv *Uneori* (conform figurii 3.42).

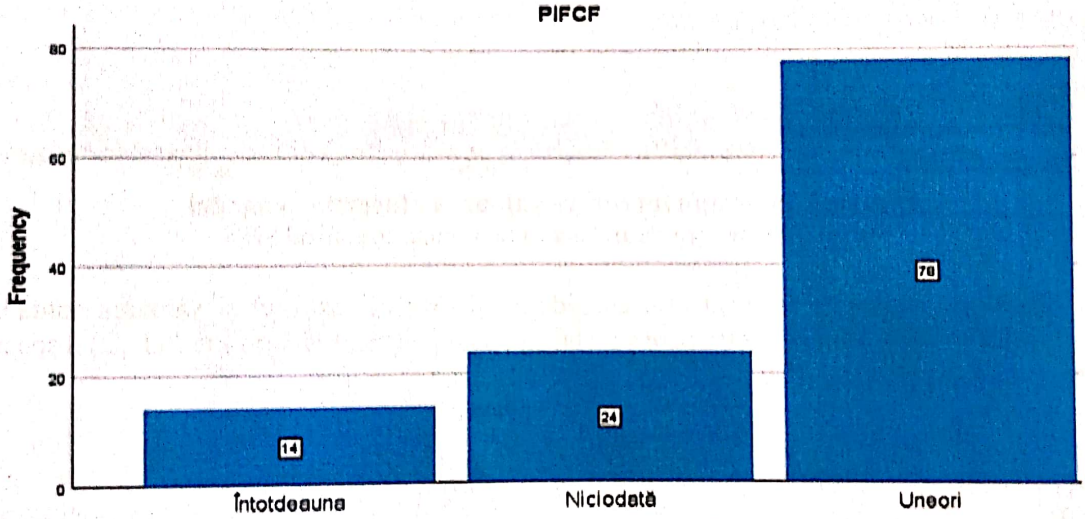


Figura 3.42. Raportul dintre preț și fluxul de trezorerie liber

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

În ceea ce privește ierarhizarea unor indicatori considerați relevanți atunci când evaluatorii utilizează abordarea prin piață, evaluatorii au indicat cu precădere, că țin cont cu precădere de *profitul altor firme din aceeași industrie*, pentru care s-a obținut o polarizare a opțiunilor către opțiunea 2 (2.19), respectiv *Uneori*, de profitul altor firme de dimensiuni similare, pentru care s-a obținut o polarizare a opțiunilor către opțiunea 2 (2.04), respectiv *Uneori*, și de performanța altor firme cu profitabilitate similară, pentru care eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.03), respectiv *Oarecum*. Figura 3.43 prezintă sub formă grafică cele enunțate anterior, astfel:

Scanned with OKEN Scanner

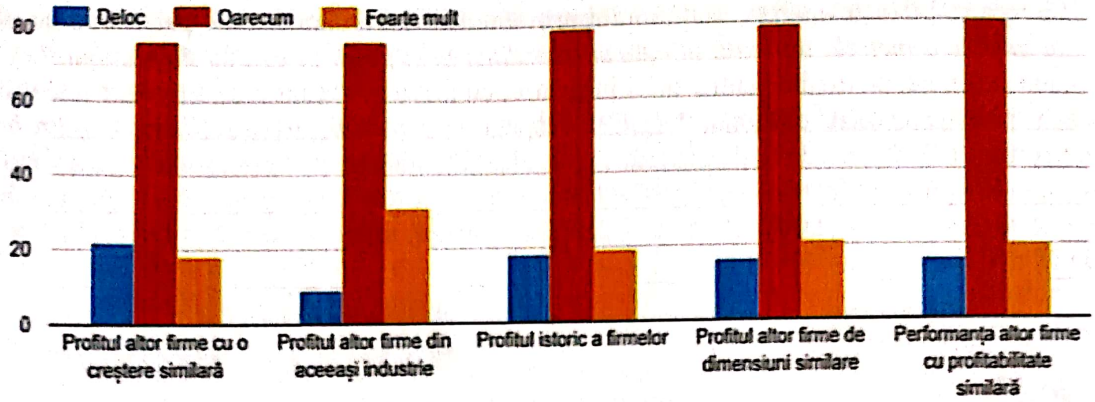


Figura 3.43. Indicatori ponderați în cadrul evaluării prin piață
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce privește cele mai utile surse de informații privind evaluarea companiilor, în cadrul abordării prin piață, evaluatorii chestionați au indicat faptul că se bazează cel mai mult în activitatea lor pe informațiile culese ca urmare a *vizitării companiei subiect al evaluării*, pentru care rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv *Extrem de utile*, cu o frecvență a distribuțiilor de 79.31%. Aceste aspecte semnifică faptul că observarea directă este cea mai importantă sursă de informații, deoarece odată cu această vizită efectuată, evaluatorul poate întreprinde discuții cu clientul, cu echipa de conducere și cu personalul relevant în evaluare și poate inspecta anumite active și linii de producție.

Pe medie pentru indicatorul utilitatea în procesul de evaluare a companiei a informațiilor precum vizitarea companiei subiect al evaluării, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 3 (2.78), respectiv *extrem de utile*.

Aceeași utilitate ridicată în evaluare o au și *informațiile obținute de evaluator în urma discuțiilor cu clientul*, pentru care rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv *Extrem de utile*, cu o frecvență a distribuțiilor de 76.72%, iar pe medie, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 3 (2.77), respectiv *Extrem de utile*. *Și informațiile desprinse în cadrul unor focus-grupuri și interviurile cu managementul și salariații cu atribuții relevnate, respectiv informații prospectice oferite de management, sunt extrem de utile pentru evaluatori,* rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, adică *extrem de utile*, cu o frecvență a distribuțiilor de 75.86%. Pe medie, rezultatele au indicat o concetrare a răspunsurilor către opțiunea 3 (2.74), respectiv *Extrem de utile*.

Informațiile obținute ca urmare a *inspecției anumitor active sau linii de producție sunt importante pentru informarea evaluatorilor,* rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală aratând că opțiunea principală selectată aceștia a fost opțiunea 3, care indică faptul că aceste informații le sunt *Extrem de utile*, cu o frecvență a distribuțiilor de 76.72%, rezultate confirmate și la nivel de medie.

La aceste informații desprinse din surse interne, evaluatorii au declarat că mai apelează și la *date culese din surse cu caracter public sau privat în vederea fundamentării unui nivel ridicat de cunoștințe asociat industriei respevctive.* Și pentru acest indicator, evaluatorii au optat pentru opțiunea *Extrem de utile* atât la nivel de rezultate a analizei distribuției opțiunilor pe scală, cât și pe medie, la care se adaugă ca sursă de informații complementare și informațiile previzionate oferite de analiști în ceea ce privește obținerea de performanțe viitoare atât la nivel sectorial, cât și performanțe scontate ale companiei, care reprezintă din nou o sursă extrem de utilă de informații.

Scanned with OKEN Scanner

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"preferința pentru cea mai adecvată metodă aplicată în cadrul abordării prin piață în evaluarea companiilor"*, rezultatele obținute, pe medie pentru acest indicator, cu privire la eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 2 (1.69), respectiv b) *Metoda tranzacțiilor comparabile* (conform figurii 3.48), cu deviație standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.465 puncte, pe o scală de la 1 la 2 și cu o asimetrie spre stânga de -0.831 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte, aspecte care se pot vizualiza și în figura de mai jos:

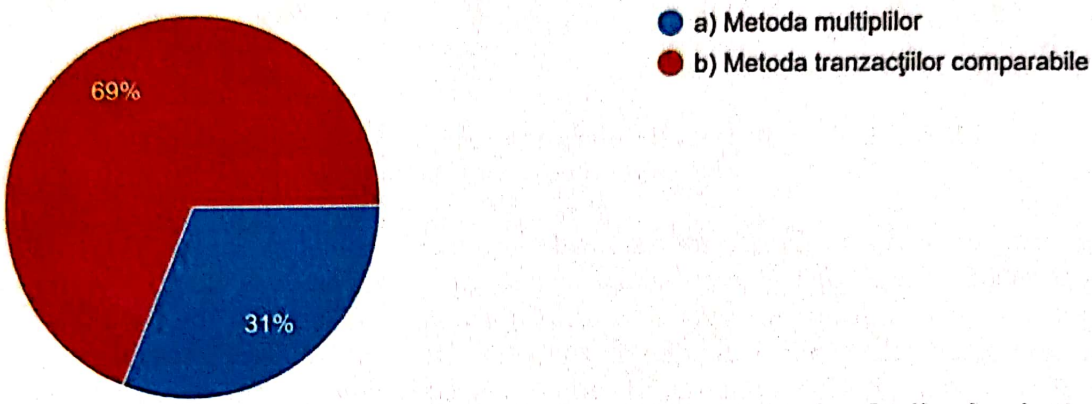


Figura 3.44. Preferința pentru metoda aplicată în cadrul abordării prin piață
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"aprecierea celor mai importante avantaje ale utilizării abordării prin piață"*, ne indică faptul că principalul avantaj recunoscut de evaluatori este cel care face referire la faptul că aceasta își are fundamentul în tranzacțiile care pot asigura comparabilitatea acestora, ceea ce generează un nivel ridicat de adecvare a metodelor utilizate raportat la perioada de timp acceptabilă în care se poate realiza comparabilitatea. Indicarea acestui aspect ca principal avantaj consolidează rezultatele obținute anterior privind preferința evaluatorilor pentru metoda tranzacțiilor comparabile.

De asemenea, evaluatorii au mai precizat ca avantaj și faptul că în cadrul abordării prin piață, valoarea estimativă obținută în urma acesteia este conexată în manieră optimă cu raportul dintre cerere și ofertă, la care se adaugă faptul că reprezintă o *metodă accesibilă, simplă și rapidă* și în final, faptul că această *metodă este susținută de către investitori.*

Evaluatorii au indicat și o ierarhizare a dezavantajelor abordării prin piață, astfel principalele dezavantaje indicate în ordinea opțiunilor exprimate de evaluatori sunt cele gererate de inexistența unei piețe active și a unui număr limitat de companii comparabile, riscul efectuării unor evaluări cu companii nesimilare sau relevante, subevaluări sau supraevaluare furnizate de piață, actualitatea tranzacțiilor companiilor comparabile, poziționarea companiei în cauză în raport cu eșantionul ales și respectiv modul în care sunt determinați multiplicatorii.

Din analiza avantajelor și dezavantajelor abordării prin piață reiese faptul că această prezintă și avantaje și dezavantaje impotante și că rămâne la latitudinea evaluatorului dacă o poate aplica sau nu. Cu toate acestea, având în vedere și cele afirmate anterior, subliniem faptul că abordarea prin piață se situează pe locul 2 în preferințele evaluatorilor români.

Suntem de părere că abordarea poate fi utilizată doar după o analiză temeinică a pieței de referință pentru compania subiect al evaluării, cu luarea în considerare a dezvantajelor și, respectiv, a avantajelor acestei abordări. Țilică și Ciobanu (2023)[336], accentuează faptul că

[336] Țilică, E. V, Ciobanu, R. (2023). *"Abordări în evaluare: abordarea prin cost"*, CECCAR BUSINESS REVIEW, ISSN 2668-8921, ISSN-L 2668-8921, nr. 14-15/12-25.04.2023, disponibil la https://www.ceccarbusinessreview.ro/ro/revista/2023/03/numar-2/38/, accessat la data de 20.06.2023.

Scanned with OKEN Scanner

pentru dezavantajele abordării prin piață, este necesară identificarea unor variante raționale de ajustare, cu specificația că aceste ajustări legate de caracteristicile companiei evaluate pot stârni multiple contrverse.

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"adecvarea abordării prin piață (utilizarea multiplicatorului pieței bursiere) în evaluarea companiilor cotate la Bursa de Valori București (BVB)"*, rezultatele obținute confirmă faptul că aceștia utilizează multiplicatorul pieței bursiere *Întotdeauna*, cu o frecvență a distribuțiilor de 41.38%, iar pe medie pentru indicatorul mai sus menționat, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.37), respectiv b) *Într-o mică măsură*, așa cum se poate observa în figura 3.45.

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.568 puncte, pe o scală de la 1 la 3. Cu o asimetrie spre stânga de -0.199 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

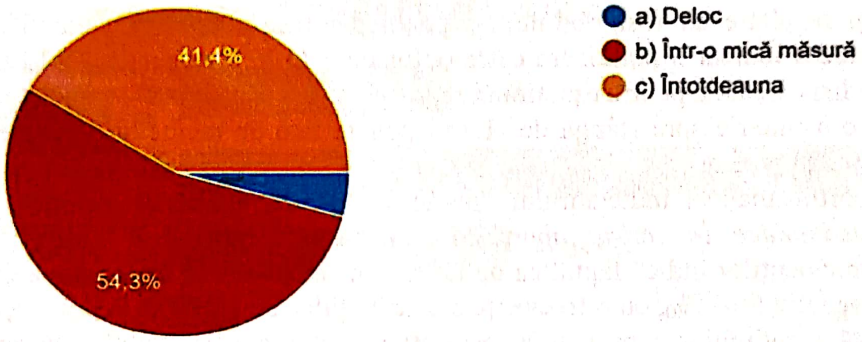


Figura 3.45. Preferința pentru aplicarea multiplicatorului pieței bursiere la BVB
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Cu referire la conturarea unui profil al evaluatorului creionat prin intermediul abordării prin piață, putem afirma că evaluatorii utilizează destul de des această abordare în evaluarea companiilor, utilizând ca metodă preferată metoda tranzacțiilor comparabile, iar ca multipli de preț și multipli de valoare a companiei, profesioniștii evaluatori consideră că indicatorul cel mai relevant este cel dat de raportul dintre valoarea afacerii și vânzări.

3.4.3. Opinia respondenților privind abordarea prin venit

Pentru a testa opinia EI din România referitor la metodele de evaluare aferente abordării prin venit, chestionarul a cuprins un număr de treisprezece întrebări (27-39), cu răspunsuri închise, deschise și de tip matriceal.

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului preferința pentru utilizarea metodei DCF în cadrul abordării prin venit, rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 4, respectiv intervalul care indică o utilizare cuprinsă între 75-100%, cu o frecvență a distribuțiilor de 53.45%, așa cum se poate observa și în figura 3.46. Aceste rezultate consolidează cele obținute cu privire la preferința pentru utilizarea abordării prin venit, respectiv cele obținute cu privire la faptul că evaluatorii români consideră că fluxurile de numerar generate de compania evaluată reprezintă indicatorul optim de apreciere a valorii ei.

Scanned with OKEN Scanner

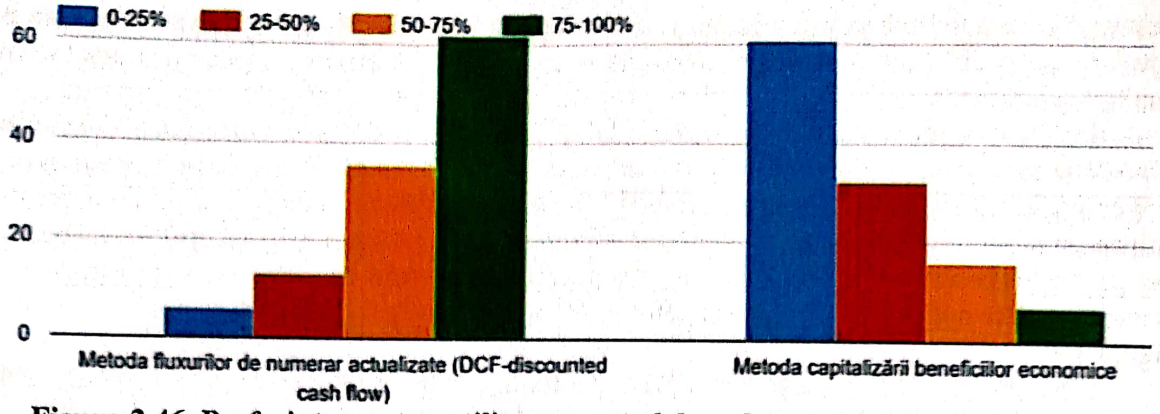


Figura 3.46. Preferința pentru utilizarea metodelor aferente abordării prin venit
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Aceleași rezultate au fost obținute și pe medie pentru această variabilă, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 4 (3.32), respectiv 75-100%. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.871 puncte, pe o scală de la 1 la 4, cu o asimetrie spre stânga de -1.155 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

Sub raportul analizei indicatorului *"preferința pentru utilizarea metodei capitalizării beneficiilor economice în cadrul abordării prin venit"*, rezultatele analizei distribuției opțiunilor respondenților indică faptul că opțiunea principală aleasă de aceștia a fost opțiunea numărul 3, respectiv 50-75%, cu o frecvență a distribuțiilor de 13.79%, la polul opus, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea aferentă intervalului cuprins între 75-100%, cu o frecvență a distribuțiilor de 6.03%.

Pe medie pentru răspunsurile evaluatorilor s-au polarizat către opțiunea 1 (1.73), respectiv 0-25%, cu o deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ de 0.917 puncte, pe o scală de la 1 la 4, cu o asimetrie spre dreapta de 1.041 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Acest aspecte sunt redate în figura 3.46, prezentată anterior.

Preferința pentru alegerea metodei DCF în evaluarea companiilor de către evaluatori a fost testată statitistic prin intermediul indicatorului *avantajele ale utilizării metodei DCF în evaluarea companiilor,* opțiunile respondenților indicând faptul că aceasta este preferată, deoarece metoda este bine fundamentată științific, bine argumentată rațional și, respectiv, mai solidă în comparație cu metoda axată pe capitalizarea beneficiilor economice rezultate datorită faptului că se bazează pe luarea în calcul a mărimii și distribuției în timp a fluxurilor de trezorerie într-o anumită perioadă, precum și prin faptul că nu ignoră riscul și incertitudinea asociate unei investiții, cu o frecvență a distribuțiilor de 75,9%. Aceeeași preferință pentru utilizarea cu precădere a metodei DCF de către evaluatori a rezultat și din studiul efectuat de către Allee și colab. (2020)[337], pe un eșantion de 172 de evaluatori de întreprinderi, care au fost intervievați cu privire la datele de intrare utilizate în evaluare, modelele de evaluare și informațiile din industrie pe care le folosesc, precum și modul în care estimează creșterea pe termen lung și costul capitalului. Acesta reprezintă și cel mai relevant studiu identificat de noi în literatura de specialitate pe acest topic.

De asemenea, un alt avantaj identificat de evaluatori a fost cel legat de faptul că compania supusă evaluării relevă investitorilor acele fluxuri de trezorerie care rămân la dispoziția lor după efectuarea investițiilor de capital și în imobilizările corporale utile companiei în asigurarea

[337] Allee, K. D., Erickson, D., Esplin, A. M., Yohn, T. L. (2020). *"The characteristics, valuation methods, and information use of valuation specialists"*. Accounting horizons, 34(3), 23-38.

Scanned with OKEN Scanner

sustenabilităţii sale pentru care s-a înregistrat un procent de 34,5% din total răspunsuri exprimate.

Evaluatorii mai apreciază această metodă şi datorită faptului că DCF se bucură de o largă apreciere din punct de vedere al corectitudinii ei (32,8% din răspunsurile exprimate) şi respectiv datorită faptului că metoda foloseşte rate de actualizare în vederea ajustării previziunii realizată într-un orizont de timp mediu şi lung, ceea ce asigură o valoare a companiei corelată cu data efectuării evaluării.

Pe medie pentru indicatorul *"avantajele utilizării metodei DCF în evaluarea companiilor"* (a se vedea figura 3.47), eşantionul segregat statistic a indicat o polarizare către aceeaşi opţiune opţiunea 3 (3.69), amintită anterior cu o deviaţie standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ de 1.308 puncte, pe o scală de la 1 la 5, cu o asimetrie spre stânga de -0.471 puncte faţă de medie şi o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

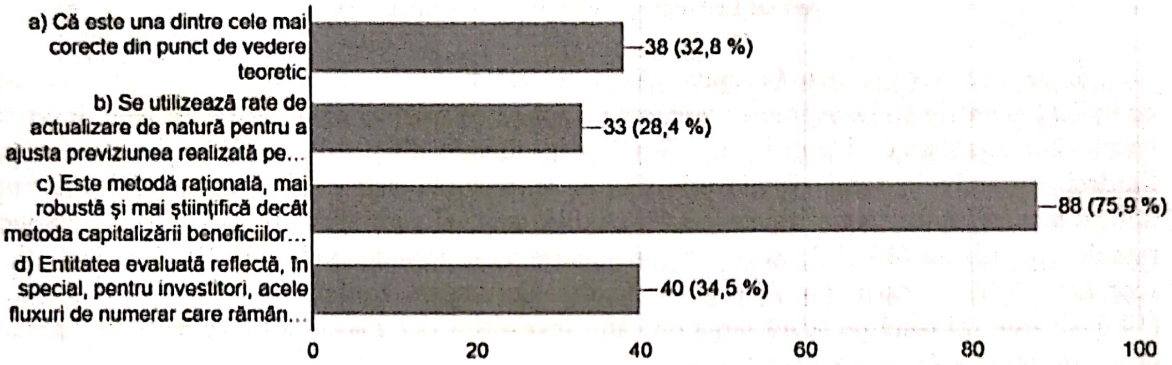

a) Că este una dintre cele mai corecte din punct de vedere teoretic
38 (32,8 %)
b) Se utilizează rate de actualizare de natură pentru a ajusta previziunea realizată pe...
33 (28,4 %)
c) Este metodă raţională, mai robustă şi mai ştiinţifică decât metoda capitalizării beneficiilor...
88 (75,9 %)
d) Entitatea evaluată reflectă, în special, pentru investitori, acele fluxuri de numerar care rămân...
40 (34,5 %)
0
20
40
60
80
100

Figura 3.47. Avantajele utilizării DCF
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Ca principală limitare a utilizării metodei DCF, în urma analizei distribuţiei opţiunilor pe scală, s-a observat faptul că evaluatorii au indicat faptul că aceasta prezintă un grad ridicat de subiectivitate generat de ipotezele necesare în preconizarea fluxurilor de trezorerie disponibile asociate perioadei în care se realizează prognoza, cu un procent de 61,2% din numărul de răspunsuri oferite, urmată de faptul că aplicarea metodei prezintă limitări datorate calculării ratei de actualizare, cu un procent de 49,1% din numărul total de răspunsuri. Evaluatorii blamează şi faptul că metoda se fundamentează pe un nivel ridicat al estimărilor folosite ceea ce poate conduce la absenţa demonstrabilităţii şi la pierderea obiectivităţii evaluării, cu un procent de 31% din numărul de răspunsuri.

De asemenea, metoda este blamată pentru o incertitudine ridicată generată de utilizarea fluxurilor de trezorerie viitoare supuse variabilităţii în timp (26,7% din numărul de răspunsuri), respectiv de un grad redus de fiabilitate în utilizare în ceea ce priveşte procedura de estimare în timp a fluxurilor de trezorerie (25% din numărul de răspunsuri) şi, respectiv, dificultăţi de aplicare a metodei în cadrul pieţelor de capital subdezvoltate, cu un procent de 18,1% din numărul total de răspunsuri oferite.

Aceste aspecte sunt redate în figura 3.48.

Scanned with OKEN Scanner

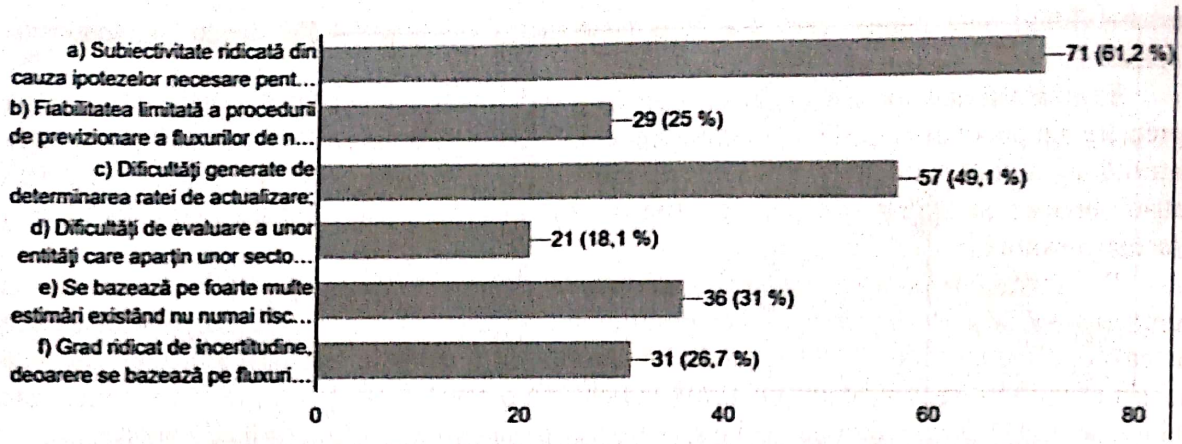

a) Subiectivitate ridicată din cauza ipotezelor necesare pent...
71 (61,2 %)
b) Fiabilitatea limitată a procedurii de previzionare a fluxurilor de n...
29 (25 %)
c) Dificultăți generate de determinarea ratei de actualizare;
57 (49,1 %)
d) Dificultăți de evaluare a unor entități care aparțin unor secto...
21 (18,1 %)
e) Se bazează pe foarte multe estimări existând nu numai risc...
36 (31 %)
f) Grad ridicat de incertitudine, deoarece se bazează pe fluxuri...
31 (26,7 %)
0
20
40
60
80

Figura 3.48. Limitările aplicării DCF în practica evaluării companiilor
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce privește metoda capitalizării veniturilor, ca și în cazul metodei DCF, evaluatorii au indicat avantaje și dezavantaje, generate de aplicarea în practică a acesteia. Astfel, în urma ierarhizării avantajelor identificate, efectuată în funcție de ponderea răpunsurilor aferente fiecărei variabile în total răspunsuri oferite, se prezintă astfel: simplitatea aplicării prin utilizarea unor ipoteze simplificate (53,4%); utilizarea unei perioade unice de un an la o singură rata de capitalizare (44,8%); luarea în considerare a creșterii anuale a beneficiilor economice scontate (25%); metoda nu necesită previziuni de natură explicită pe o perioadă viitoare (17,2%); este utilizată pe scară largă de către investitori (17,2%). Aceste aspecte sunt redate grafic în figura 3.49, prezentată mai jos:

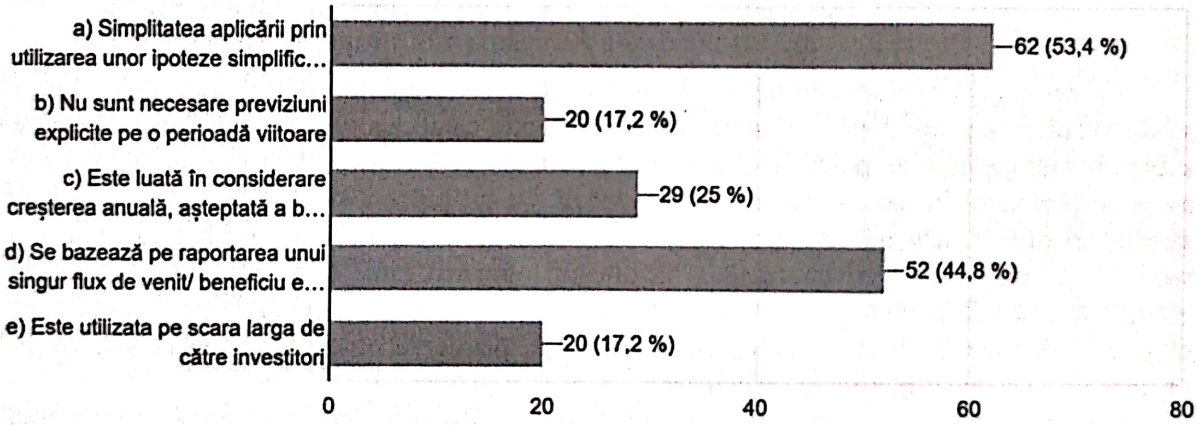

a) Simplitatea aplicării prin utilizarea unor ipoteze simplific...
62 (53,4 %)
b) Nu sunt necesare previziuni explicite pe o perioadă viitoare
20 (17,2 %)
c) Este luată în considerare creșterea anuală, așteptată a b...
29 (25 %)
d) Se bazează pe raportarea unui singur flux de venit/ beneficiu e...
52 (44,8 %)
e) Este utilizata pe scara larga de către investitori
20 (17,2 %)
0
20
40
60
80

Figura 3.49. Avantajele aplicării metodei capitalizării veniturilor
Sursa: Elaborare proprie a autorului

Sub raportul dezavantajelor metodei capitalizării veniturilor, se poate desprinde o ierarhizare a dezavantajelor acestei metode, efectuată în funcție de ponderea răpunsurilor evaluatorilor aferentă fiecărei variabile în total răspunsuri oferite, astfel: stabilirea cu dificultate a unei rate corecte de capitalizare (64,7%), de stabilire a evoluției viitoare a venitului, de realizare a corecțiilor aferente contului de profit și pierdere; necesitatea luării în calcul a caracteristicilor companiei, dar și a domeniului de activitate în ceea ce privește estimarea WACC (13,8%); estimarea WACC se fundamentează pe datoriile purtătoare de dobânzi care pot fi destabilizate în condiții de turbulențe financiare (inflație și deficit monetar) și de condiții de crize manifestate pe piața de capital. Aceste aspecte sunt redate grafic în figura 3.50, prezentată mai jos:

Scanned with OKEN Scanner

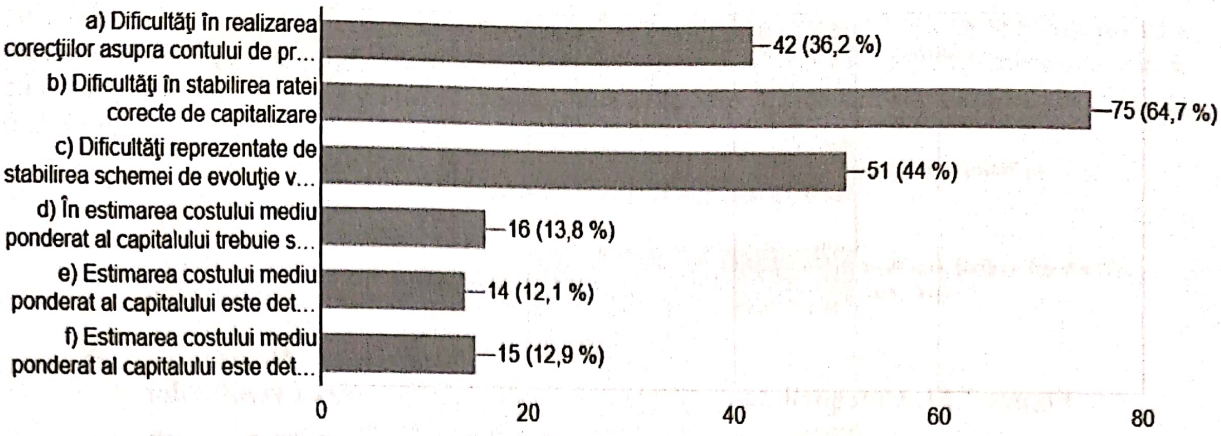

a) Dificultăţi în realizarea corecţiilor asupra contului de pr...
42 (36,2 %)
b) Dificultăţi în stabilirea ratei corecte de capitalizare
75 (64,7 %)
c) Dificultăţi reprezentate de stabilirea schemei de evoluţie v...
51 (44 %)
d) În estimarea costului mediu ponderat al capitalului trebuie s...
16 (13,8 %)
e) Estimarea costului mediu ponderat al capitalului este det...
14 (12,1 %)
f) Estimarea costului mediu ponderat al capitalului este det...
15 (12,9 %)
0
20
40
60
80

Figura 3.50. Dezvantajele aplicării metodei capitalizării veniturilor

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce priveşte preferinţa pentru unul sau mai mulţi indicatori pentru a crea estimări ale valorii, din analiza răspurilor evaluatorilor a reieşit faptul că ei au încredere în fluxurile de numerar actualizate ca indicator adecvat al valorii globale a companiei. Acest lucru rezidă din faptul că 76,7% din numărul total de răspunsuri au fost asocite acestui indicator, urmat de către indicatorul capitalizarea beneficiilor economice, cu un procent de 35,3% din numărul total de răspunsuri. Aceste aspecte se înscriu în linia celor deja prezentate, care atestă încă o dată preferinţa evaluatorilor pentru metoda DCF, bazată pe actualizarea fluxurilor de numerar viitoare.

În ceea ce priveşte preferinţa pentru utilizarea unei anumite măsuri a venitului actualizate pentru a se ajunge la valoarea companiei, evaluatorii au indicat faptul că, de regulă, recurg la *actualizarea profitului net din exploatare, respectiv a profitului înainte de impozit şi taxe* (EBIT - Earnings before interest and taxes) într-un procent de 42,2% , urmat de *profitul înainte de dobânzi, impozite, depreciere şi amortizare* (*EBITDA - Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)* cu un procent de 33,6%, şi, respectiv, *venitul net*, cu un procent de 32,8%.

Rezultatele studiului nostru au fost confirmate şi de cercetarea realizată de Chastenet şi Marion (2015)[338], care demonstrează faptul că multiplii valorii de întreprindere bazaţi pe EBIT şi EBITDA sunt mai performanţi, în comparaţie cu vânzările şi capitalul angajat şi că multiplii bazaţi pe EBIT şi EBITDA în perspectivă sunt mai relevanţi în comparaţie cu câştigurile reale corespunzătoare. În absenţa unor câştiguri previzibile, disponibile la data evaluării, studiul menţionat anterior arată că multiplii EBITDA oferă estimări mai bune decât multiplii EBIT.

Aceste aspecte sunt confirmate şi de informaţiile desprinse din contul de profit şi pierdere şi care sunt utilizate ca măsură proxy a rentabilităţii avută în vedere cu regularitate de evaluatori în preconizarea veniturilor, prin faptul că în urma analizei distribuţiei opţiunilor am observat faptul că aceştia utilizează, de regulă profitul net, urmat de profitul operaţional sau o măsură ajustată a profitului din exploatare, conform figurii 3.51.

[338] Chastenet, E., Marion, A. (2015). *"Valuation using industry multiples: How to choose the most relevant multiples"*. Business Valuation Review, 34(4), 173-183.

Scanned with OKEN Scanner

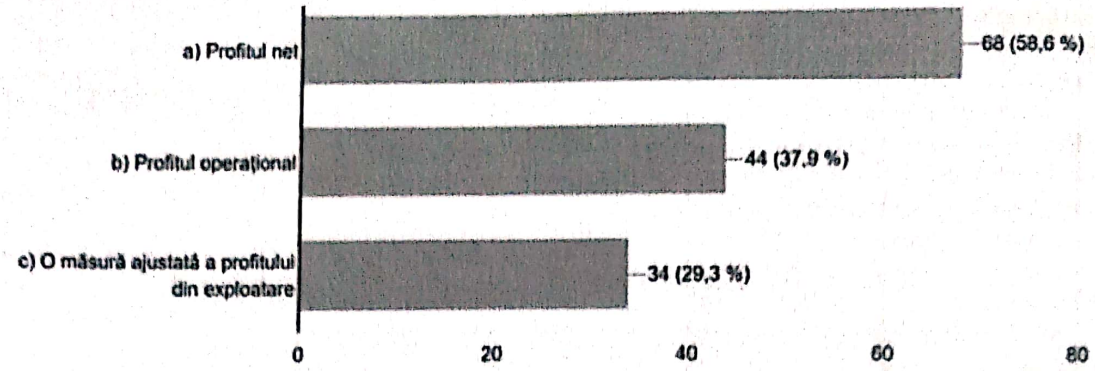


Figura 3.51. Categorii de profit luate în calcul în estimarea veniturilor
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Aceste aspecte semnifică faptul că evaluatorii pun un accent deosebit pe evaluarea companiilor prin prisma activității principale a acestora (a activității de bază), deoarece consideră că aceasta reflectă într-o manieră obiectivă valoarea companiei și, de asemenea, atunci când utilizează o evaluare cu ajutorul metodei DCF, evaluatorii recurg la utilizarea venitului din exploatare, ca informație sintetică, preluată din contul de profit și pierdere, conform figurii 3.52.

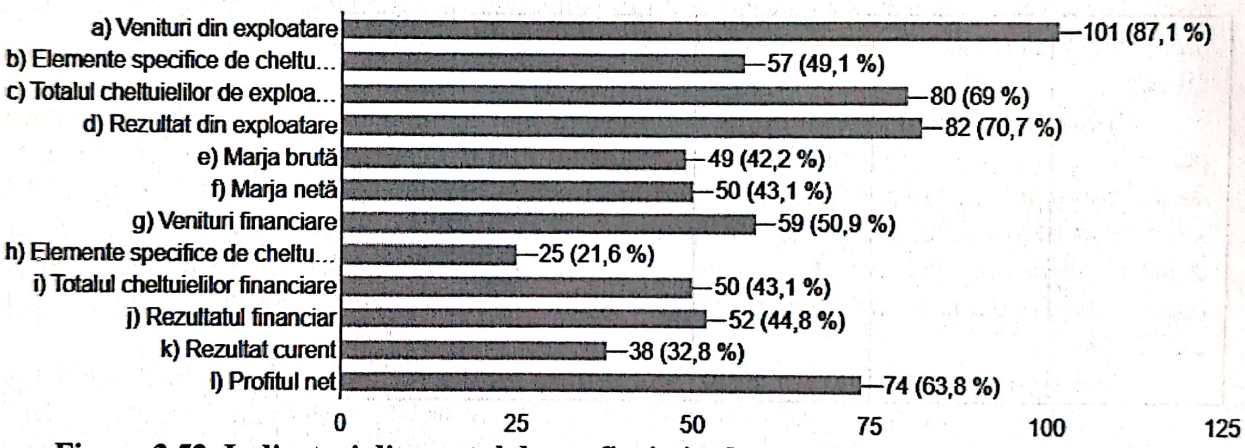


Figura 3.52. Indicatori din contul de profit și pierdere utilizați în aplicarea DCF
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Și studiul realizat de autorii Sixpence și Adeyeye (2019)[339], pe un eșantion de companii nefinanciare listate la Bursa de Valori de la Johannesburg (JSE) relevă preferința utilizării multiplicatorului EBIT, deoarece este relevant din punct de vedere valoric, însă valoarea contabilă nu este relevantă din punct de vedere valoric. Din acest punct de vedere, autorii studiului recomandă analiștilor și investitorilor de la JSE să se concentreze mai mult pe EBIT atunci când analizează companiile în care intenționează să investească și ar trebui să acorde mai puțină atenție valorii contabile.

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"perioada istorică utilizată în cazul utilizării abordării bazată pe venit"* rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv 5 ani, cu o frecvență a distribuțiilor de 41.38%. Pe medie pentru indicatorul *"perioada istorică utilizată în cazul utilizării abordării bazată pe venit"*, eșantionul segregat statistic a indicat o

[339] Sixpence, A., Adeyeye, O. P. (2019). *"Value relevance of book values and earnings of listed non-financial firms in South Africa: a dynamic panel analysis"*, International Journal and Monetary Economics and Finance, vol. 12, no. 4.

Scanned with OKEN Scanner

polarizare către opțiunea 3 (2.62), respectiv c) 5 ani, conform figurii 3.52. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.742 puncte, pe o scală de la 1 la 5, cu o asimetrie spre dreapta de 0.485 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

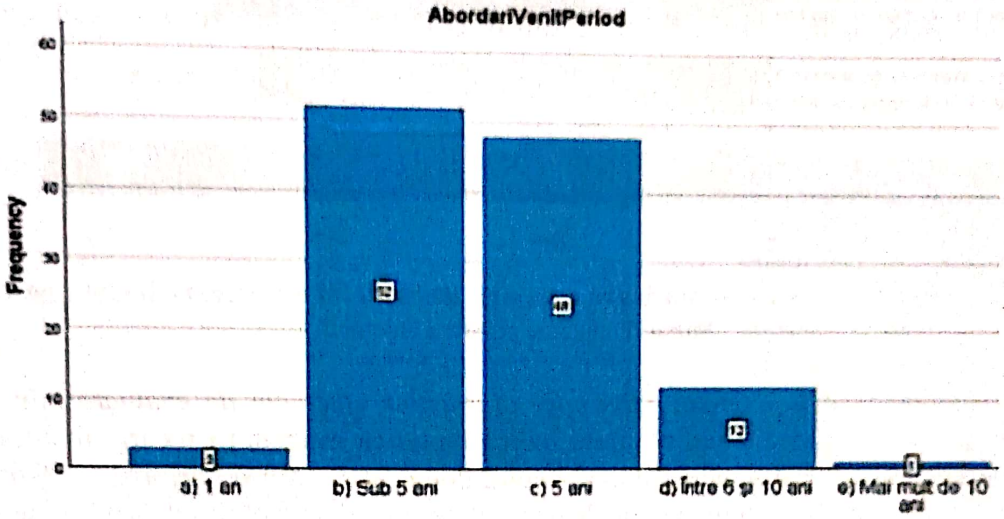


Figura 3.53. Perioada istorică de utilizare a situațiilor financiare în abordarea pe bază de venit

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Din perspectiva *"intervalul de timp utilizat pentru procedura de actualizare (calculul valorii reziduale) în abordarea prin venit"*, rezultatele obținute pe medie pentru a indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.21), respectiv 5 ani, cu o deviație standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ de 0.752 puncte, pe o scală de la 1 la 4, cu o asimetrie spre dreapta de 0.137 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte, așa cum se poate observa din figura 3.54, astfel:

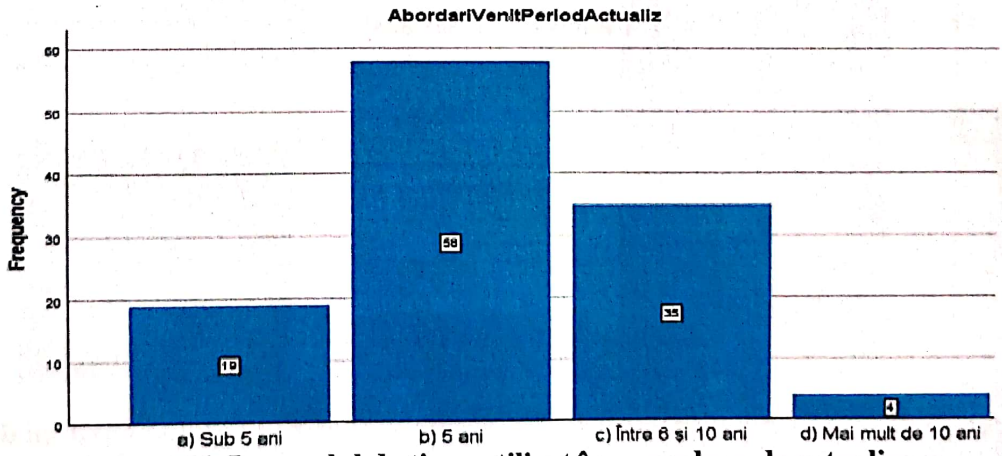


Figura 3.54. Intervalul de timp utilizat în procedura de actualizare

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"criteriile de actualizare a valorii utilizate în abordarea bazată pe venit"*, rezultatele chestionarului au indicat faptul că evaluatorii utilizează ca și criteriu de actualizare a valorii existența creșterii de sector economic. Aceste aspecte reies și din reprezentarea grafică a răspunsurilor, conform figurii 3.55.

Scanned with OKEN Scanner

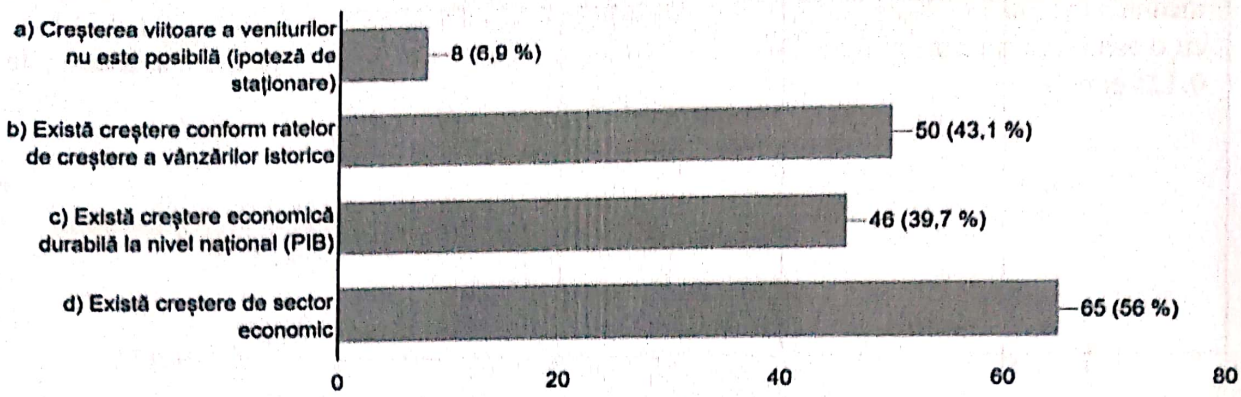

a) Creşterea viitoare a veniturilor nu este posibilă (ipoteză de staţionare)
8 (6,9 %)
b) Există creştere conform ratelor de creştere a vânzărilor istorice
50 (43,1 %)
c) Există creştere economică durabilă la nivel naţional (PIB)
46 (39,7 %)
d) Există creştere de sector economic
65 (56 %)
0
20
40
60
80

Figura 3.55. Criteriile de actualizare a valorii utilizate în abordarea bazată pe venit
Sursa: Prelucrare proprie a autorului

Privite prin prisma analizei *"frecvenţei ajustărilor efectuate de evaluatori în cadrul abordării prin venit"*, rezultatele obţinute indică faptul că evaluatorii recurg întotdeauna la ajustări pe baza eliminării cheltuielilor şi veniturilor pentru activele din afara activităţii de exploatare, inclusiv a impactului generat de impozitare, cu o frecvenţă a distribuţiilor de 56.9%. Pe medie pentru indicatorul *"frecvenţei ajustărilor efectuate de evaluatori în cadrul abordării prin venit"*, pe baza eliminării cheltuielilor şi veniturilor pentru activele din afara activităţii de exploatare, inclusiv a impactului generat de impozitare, eşantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opţiunea 3 (2.47), respectiv *Întotdeauna*, aşa cum se poate observa din figura 3.55. Deviaţia standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ a fost de 0.665 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre stânga de -0.895 puncte faţă de medie şi o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

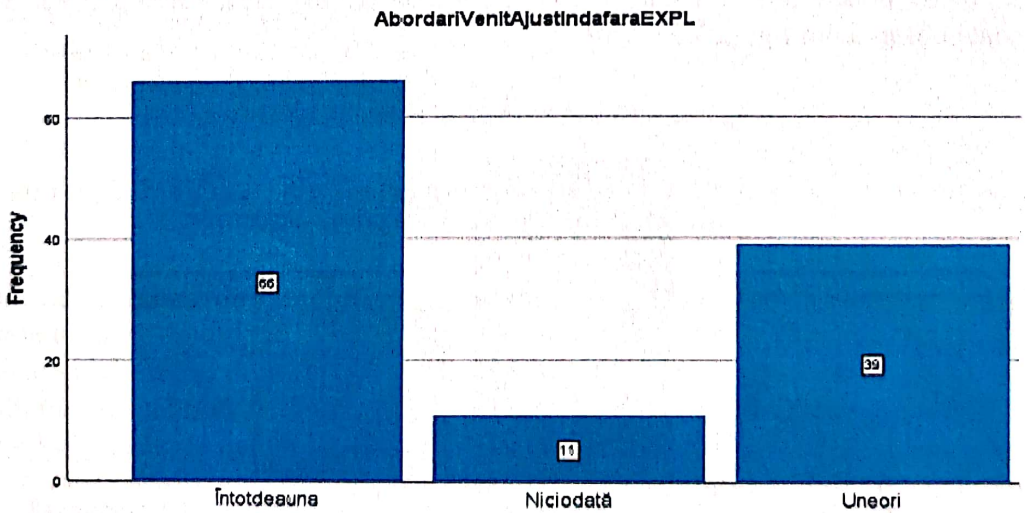


Figura 3.56. Preferinţa pentru ajustări aferente activelor din afara activităţii de exploatare, inclusiv a impactului generat de impozitare
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Aceste rezultate se înscriu în aceeaşi linie cu cele aferente celor obţinute anterior, referitoare importanţa pe care evaluatorii o acordă activităţii de exploatare a companiei, ca activitate de bază, şi a măsurării şi ajustării indicatorilor de rentabilitate aferenţi acestei activităţi (EBIT, EBITDA), corelaţi cu ajustări ale impactului fiscalităţii asupra acestor rezultate.

Scanned with OKEN Scanner

O altă ajustare pe care evaluatorii o consideră relevantă estre cea care face referire la *"frecvența ajustărilor utilizate în cadrul abordării prin venit pe baza elementelor de recunoaștere a veniturilor"*, rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv *Întotdeauna*, cu o frecvență a distribuțiilor de 19.83%. Pe medie, pentru acest indicator, rezultatele obținute au indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.09), respectiv *Uneori*, așa cum se poate observa din figura 3.57.

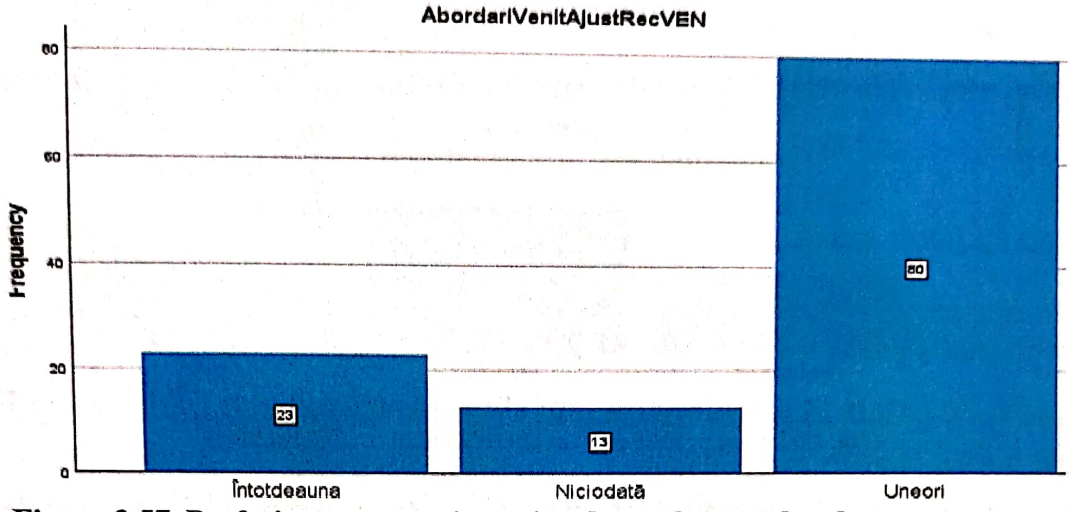


Figura 3.57. Preferința pentru ajustări pe baza elementelor de recunoaștere a veniturilor

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Pentru variabila *"frecvența ajustărilor utilizate în cadrul abordării prin venit pe baza eliminării cheltuielilor fără numerar"*, rezultatele desprinse din segregarea statistică a eșantionului a indicat o polarizare către opțiunea 2 (1.91), respectiv *Uneori*, conform figurii 3.58.

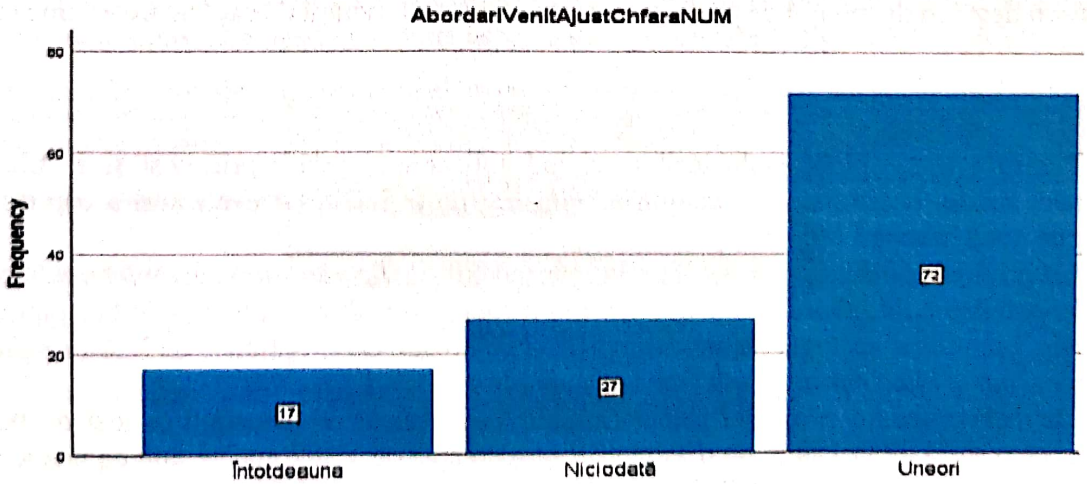


Figura 3.58. Preferința pentru ajustări aferente cheltuielilor fără numerar

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Referitor la *"frecvența ajustărilor utilizate în cadrul abordării prin venit pe baza eliminării capitalizării contractelor de leasing operațional"*, rezultatele obținute pe medie ca urmare a eșantionul segregat statistic au indicat o polarizare către opțiunea 2 (1.9), respectiv *Uneori*, așa cum reiese din figura 3.59. Aceste aspecte indicând că acestea au o importanță

Scanned with OKEN Scanner

semnificativă în munca de evaluare şi trebuie eliminate, pentru că nu reprezintă elemente de valoare intrinsecă, ci datorită aplicării principiului prevalenţei economicului asupra juridicului, cu recunoaşterea activelor în bilanţ şi a elementelor de venituri în contul de profit şi pierdere.

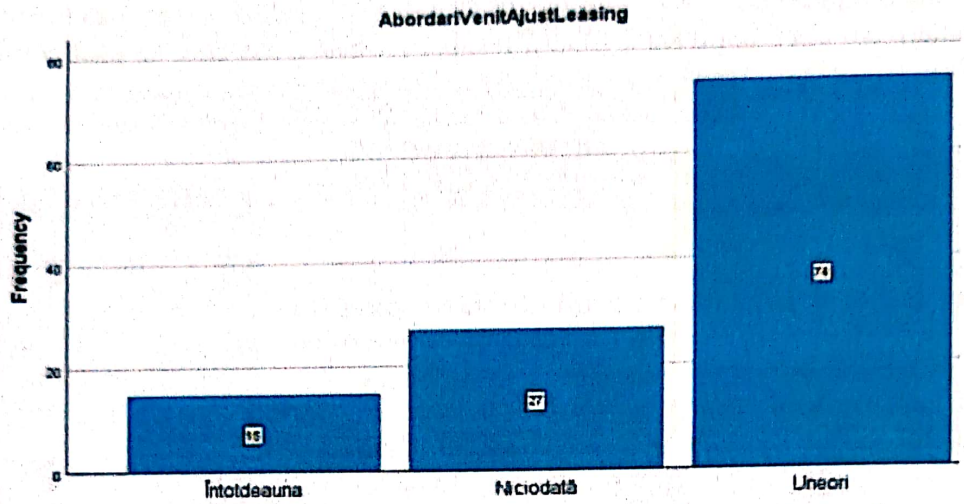


Figura 3.59. Preferinţa pentru ajustarea capitalizării contarctelor de leasing operaţional
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Au fost, de asemenea, cercetate şi alte tipuri de ajustări, respectiv eliminarea cheltuielilor privind compensarea proprietarilor, respectiv ajustarea pentru remunerarea la preţul pieţei, pentru care evaluatorii au declarat că sunt importante şi atunci când le întâlnesc în munca de evaluare procedează la ajustarea lor.

Având în vedere cele afirmate anterior, în ceea ce priveşte abordarea prin venit, observăm faptul că evaluatorii naţionali consideră că această abordare poate fi folosită în munca de evaluare a companiilor, chiar dacă prezintă avantaje, dar şi dezavantaje.

Se observă, de asemenea, preferinţa pentru utilizarea metodei DCF, în cadrul acestor abordări, dar şi a tendinţei obiective a evaluatorilor de a face estimări utilizând cu preponderenţă indicatorii degajaţi din contul de profit şi pierdere aferenţi activităţii de exploatare a companiei.

3.4.4. Abordarea prin cost şi utilizarea metodelor mixte în opinia evaluatorilor de întreprinderi

Pentru a testa opinia evaluatorilor privind aplicarea abordării prin cost şi a utilizării metodelor mixte, chestionarul structurat administrat profesioniştilor evaluatori a cuprins un număr de nouă întrebări (40-48).

Cu privire la analiza eşantionului prin intermediul *"indicatorului obiectivitatea utilizării metodei patrimoniale (abordarea prin cost) în evaluare"*, rezultatele obţinute indică faptul că pe medie, eşantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opţiunea 2 (2.12), respectiv *Oarecum (într-o mică măsură)*, aşa cum se poate observa din figura 3.60.

Deviaţia standard a mediei calculată pentru eşantionul reprezentativ a fost de 0.377 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre dreapta de 1.307 puncte faţă de medie şi o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte.

Scanned with OKEN Scanner

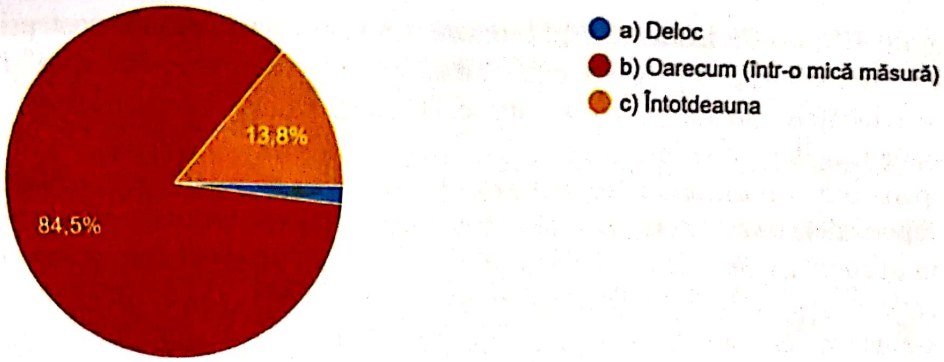


Figura 3.60. Obiectivitatea utilizării metodei patrimoniale (abordarea prin cost) în evaluare

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Ponderea ridicată a răspunsurilor pentru opţiunea *Uneori*, indică faptul că evaluatori consideră că metoda este caracterizată de obiectivitate într-o mică măsură, aspecte care se corelează cu opinia lor privind preferinţa pentru abordările utilizate în evaluare, în care abordarea prin cost ocupa poziţia a treia în opţiunile lor, după abordarea pe bază de venit şi abordarea prin piaţă.

Din perspectiva avantajelor generate de aplicarea abordării prin cost în evaluarea companiilor, măsurată cu ajutorul indicatorului *"avantajele utilizării metodei patrimoniale (abordarea prin cost) în evaluare"*, rezultatele analizei distribuţiei opţiunilor indică faptul că evaluatorii consideră că metoda patrimonială ia în calcul valoarea pe care o au activele individuale ale companiei pe piaţă din care se deduc datoriile totale ale companiei, acesta reprezentând şi principalul avantaj al metodei în optica a 62,1% din numărul de răspunsuri exprimate. Cu ponderi mai mici de 41,4% şi, respectiv, de 25,9%, evaluatorii au indicat faptul că metodele patrimoniale sunt uşor de utilizat şi, respectiv, faptul că permite determinarea goodwill-ului. Din analiza distribuţiei opţiunilor mai observăm faptul că evaluatorii consideră că metodele patrimoniale sunt obiective, în proporţie de doar 23,3%, aspect care se corelează şi cu cele afirmate anterior (evaluatorii declarând că metoda este obiectivă doar într-o mică măsură) şi un procent de doar 12,1% consideră că metoda patrimonială este principala metoda de estimare a valoarii companiei. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.61, astfel:

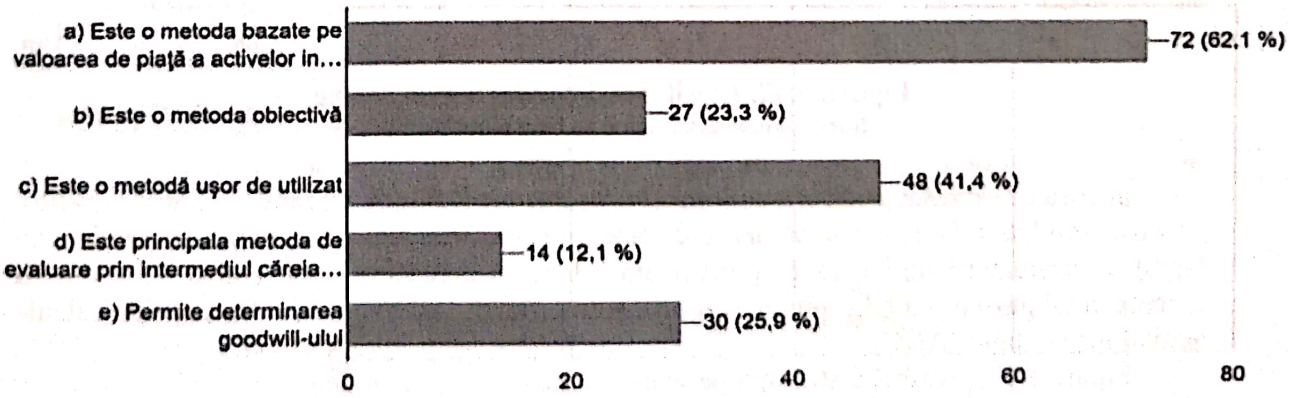


Figura 3.61. Avantajele abordării prin active

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Scanned with OKEN Scanner

Şi autorii Ţilică şi Ciobanu (2023)[340] sunt de părere că abordarea prin cost, prin calcularea activului net contabil este departe de cea căutată de evaluatori datorită faptului că activele figurează în evidenţele contabile la costul istoric, iar acestă valoare nu refelectă valoarea actuală (de piaţă) a elementelor avute în vedere.

Din perspectiva dezavantajelor generate de aplicarea abordării prin active, evaluatorii consideră faptul că această abordare *este utilă procesului de estimare a avalorii unei companii atunci când aceasta îşi încheie activitatea şi nu şi în cazul companiilor aflate în condiţii de going-concern, cu o pondere de 52,6% din numărul total de răspunsuri furnizate.*

De asemenea, ei sunt de părere, în procent de 45,7% că valorile din bilanţ deţin o importanţă mai scăzută în comparaţie cu valorile de randament, aspecte care întăresc din nou, preferinţa lor pentru abordarea pe bază de venit şi abordarea pe baza de piaţă.

Un alt dezavantaj important indicat de evaluatori este cel care face referire la faptul că abordările patrimoniale se fundamentează pe informaţii istorice care vor fi cel mult supuse reevaluării la data evaluării şi nu ţin cont de capacitatea companiei de a genera profitabilitate şi fluxuri de trezorerie viitoare, cu un procentaj de 42,2% din numărul total de răspunsuri. De aceeşi părere sunt şi autorii Ţilică şi Ciobanu (2023)[341] care atrag atenţia asupra faptului că informaţile utilizate în evaluare aparţin unor perioade trecute, altele decât cele privitoare la momentul efectuării evaluării.

De asemenea, metodele patrimoniale sunt criticate şi pentru faptul că sunt statice şi orientate spre trecut, cu un procent de 31% şi, respectiv că nu ţin cont de activele intangibile neincluse în bilanţ, cu un procentaj de 25,9%. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.62, astfel:

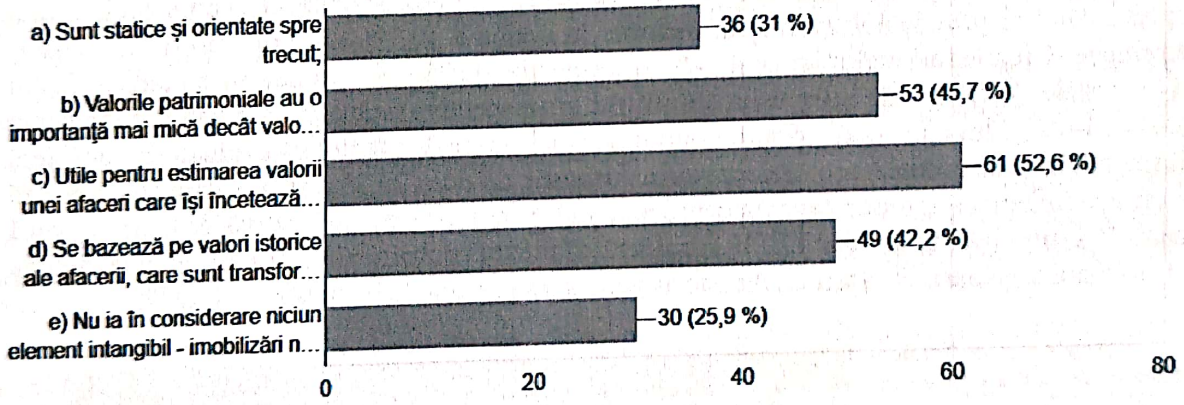

a) Sunt statice și orientate spre trecut;
36 (31 %)
b) Valorile patrimoniale au o importanță mai mică decât valo...
53 (45,7 %)
c) Utile pentru estimarea valorii unei afaceri care își încetează...
61 (52,6 %)
d) Se bazează pe valori istorice ale afacerii, care sunt transfor...
49 (42,2 %)
e) Nu ia în considerare niciun element intangibil - imobilizări n...
30 (25,9 %)
0
20
40
60
80

Figura 3.62. Limitările abordării prin active

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce priveşte analiza eşantionului prin intermediul indicatorului *"preferinţa pentru posturile din bilanţ luate în calcul cu regularitate în abordarea prin cost"* rezultatele au indicat faptul că evaluatorii utilizează ca posturi din bilanţ cu precădere, total active, total datorii curente, total pasive şi total capitaluri proprii, adică elementele pe baza cărora se poate calcula activul net contabil (ANC).

Figura 3.63, prezintă distribuţia pe scală a răspunsurilor, astfel:

---

[340] Ţilică, E.V., Ciobanu, R. (2023). *"Abordări în evaluare: abordarea prin cost"*, CECCAR BUSINESS REVIEW, ISSN 2668-8921, ISSN-L 2668-8921, nr. 14-15/12-25.04.2023, disponibil la https://www.ceccarbusinessreview.ro/ro/revista/2023/03/numar-2/38/, accessat la data de 20.06.2023.

[341] Ibidem.

Scanned with OKEN Scanner

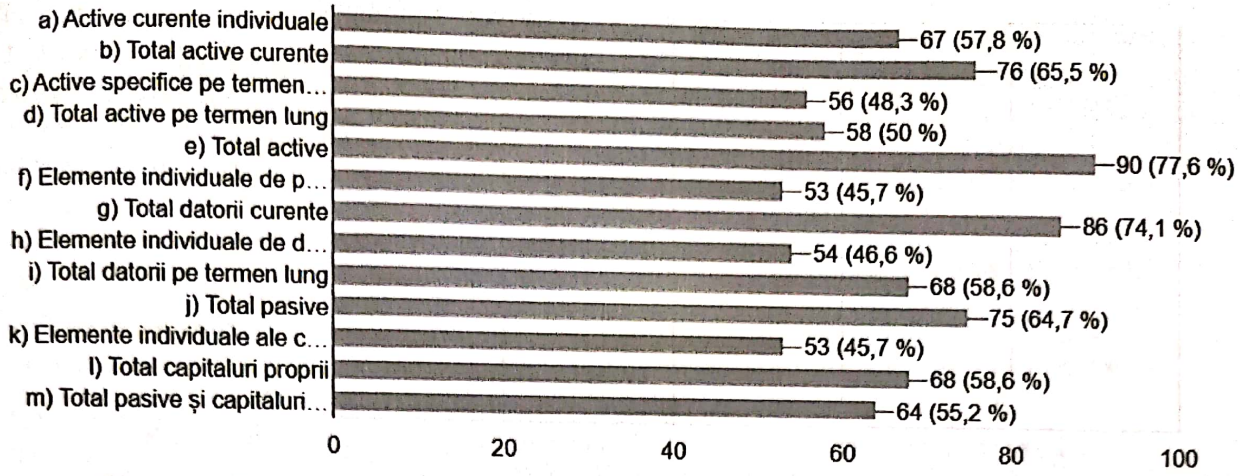


Figura 3.63. Posturile din bilanț utilizate în abordarea pe bază de active

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce privește aplicarea de către evaluatori a metodelor mixte de evaluare, s-a observat faptul că metoda costului mediu este cea mai cunoscută, deși ele nu au fost aplicate în practica evaluării datorită faptului că nu sunt permise de SEV și nu se bazează pe o cantitate suficientă de informații corelate.

Acest ultim aspect prezintă o importanță majoră în cercetarea noastră, deoarece semnifică faptul că evaluatorii au identificat lipsa de aplicare a metodelor mixte printr-o lipsă de standardizare a acestora, dar și printr-o neraportare a unor informații considerate relevante pentru îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare.

Aceste aspecte sunt redate grafic prin figurile 3.64, 3.65, 3.66, prezentate mai jos, astfel:

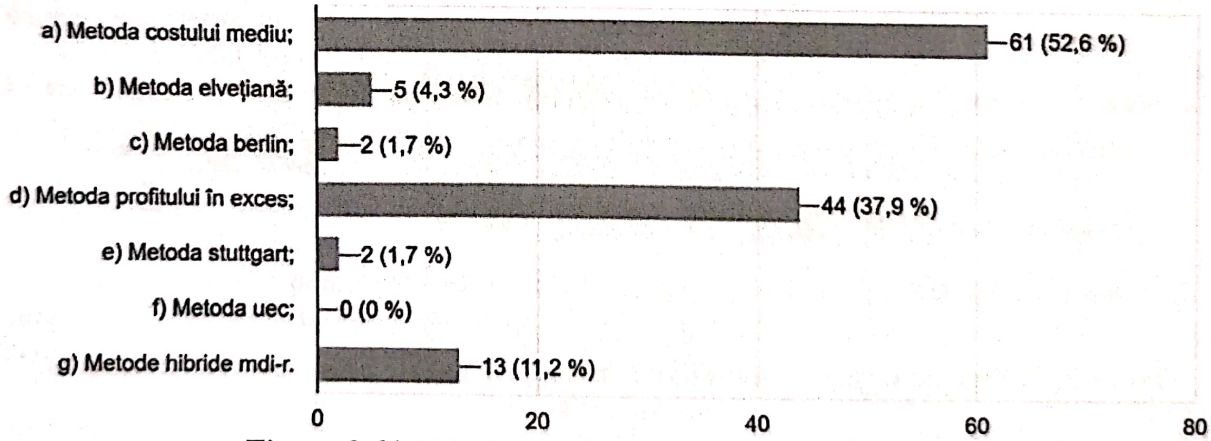


Figura 3.64. Metode mixte de evaluare a companiilor

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

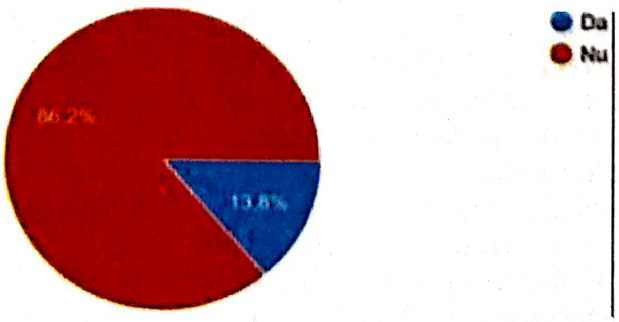


Figura 3.65. Utilizarea metodelor mixte

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Scanned with OKEN Scanner

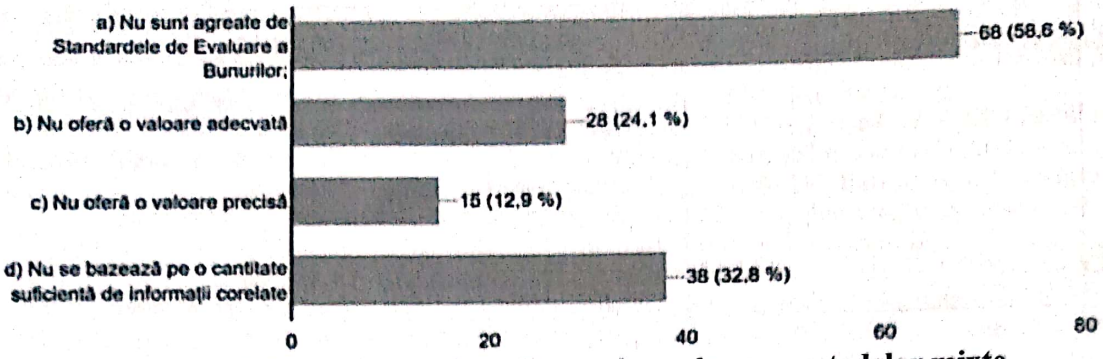


Figura 3.66. Impedimente în aplicarea în evaluarea metodelor mixte

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"preferința și acceptabilitatea metodelor bazate pe goodwill în evaluarea companiilor"* (a se vedea figura 3.67), rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv c) Metoda bazată pe capitalizarea ANC, cu o frecvență a distribuțiilor de 32.76%.

La polul opus, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea numărul 2, respectiv Metoda Barnay & Calba, cu o frecvență a distribuțiilor de 1.72%. Pe medie pentru indicatorul *"preferința și acceptabilitatea metodelor bazate pe goodwill în evaluarea companiilor"*, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 3 (3.31), respectiv Metoda bazată pe capitalizarea ANC.

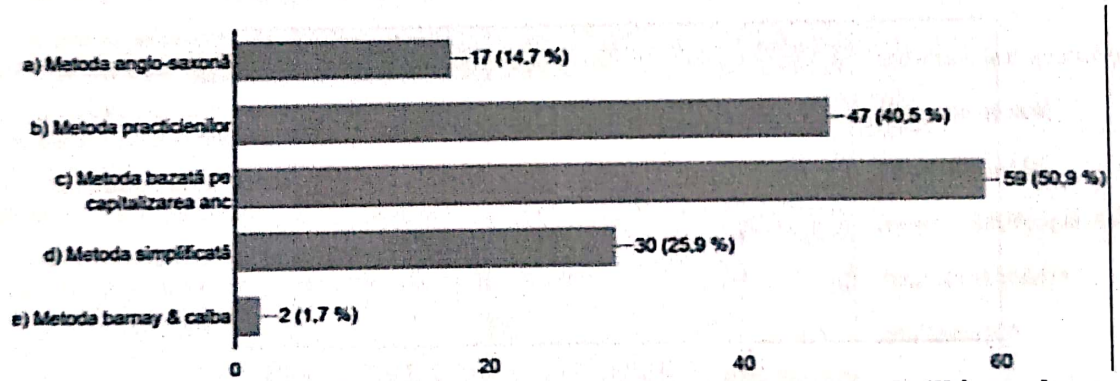


Figura 3.67. Preferința și acceptabilitatea metodelor bazate pe goodwill în evaluarea companiilor

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 1.633 puncte, pe o scală de la 1 la 6, cu o asimetrie spre dreapta de 0.509 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte, așa cum reiese din figura 3.67, prezentată anterior.

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"cele mai importante surse de creare de goodwil pentru întreprinderi"*, rezultatele au indicat faptul că evaluatorii consideră că îmbunătățirea prestigiului, a reputației, brand-ului, mărcii, imaginii și a altor drepturi și valori similare reprezintă cel mai important factor de creare a goodwill-ului, cu un procent de 61,2% din numărul total de răspunsuri.

Ele sunt urmate de factori precum: grad ridicat de performanță a managementului, investițiile în CDI și digitalizare, rentabilitatea capitalului propriu, dar și un nivel ridicat al calității divulgării prin implementarea ESG. Acest ultim aspect poate fi coroborat cu faptul că,

Scanned with OKEN Scanner

din punct de vedere al evaluatorilor, metodele clasice de evaluare prezintă suficiente carențe (dezavantaje, limitări) și cu faptul că metodele alternative pot fi îmbunătățite prin creșterea calității divulgării (un aspect important poate fi și cel reprezentat de publicarea de informații nefinanciare) care să contribuie la corelarea unei cantități suficiente de informații pentru a le putea utiliza în evaluarea companiilor. Aceste aspecte sunt redate în figura 3.68, astfel:

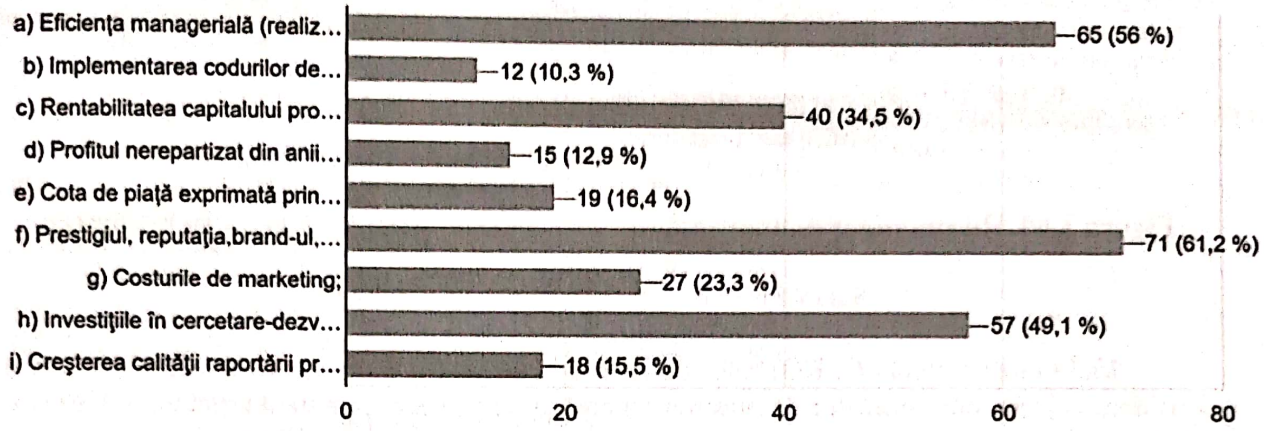


Figura 3.68. Surse de creare de goodwill
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Rezultatele studiului nostru sunt confirmate și de studiul realizat de Kliestik și colab. (2018)[342], canalizat pe identificarea factorilor determinanți capabili să creeze fondul comercial al companiei, în sensul în care autorii reliefează faptul că rentabilitatea capitalului propriu, venitul net din anul precedent, profitul nerepartizat din anii precedenți, drepturile valorice, costurile de marketing și investițiile în instalații ca fiind sursele principale de creare a fondului comercial al companiei.

Sub aspectul impactului inevestițiilor în cercetare, dezvoltare, inovare și digitralizare, studiul realizat de Fang și colab. (2023)[343] confirmă rezultatele noastre prin faptul că acești au ajuns la concluzia că digitalizarea companiilor îmbunătățește semnificativ scorurile ESG.

3.4.5. Percepția evaluatorilor de întreprinderi privind metodele bazate pe crearea de valoare

Pentru a sonda preferința evaluatorilor de întreprinderi, în ceea ce privește metodele bazate pe crearea de valoare, chestionarul a cuprins un număr de patru întrebări (49-52), de tip matriceal și închis.

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"recomandarea unor metode bazate pe crearea de valoare în evaluarea companiilor"*, rezultatele desprinse din eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 3 (3.35), respectiv Metoda randamentului fluxului de numerar al investiției (CFROI - Cash Flow Return on Investment), urmată de Valoarea economică adăugată (EVA - Economic Value Added) și de Valoarea de piață adăugată (MVA - Market Value Added), aspecte redate grafic și de figura 3.69, astfel:

[342] Kliestik, T., Kovacova, M., Podhorska, I., Kliestikova, J. (2018). *"Searching for key sources of goodwill creation as new global managerial challenge"*. Polish Journal of Management Studies, vol. 17.
[343] Fang, M., Nie, H., Shen, X. (2023). *"Can enterprise digitization improve ESG performance?"*. Economic Modelling, 118, 106101.

Scanned with OKEN Scanner

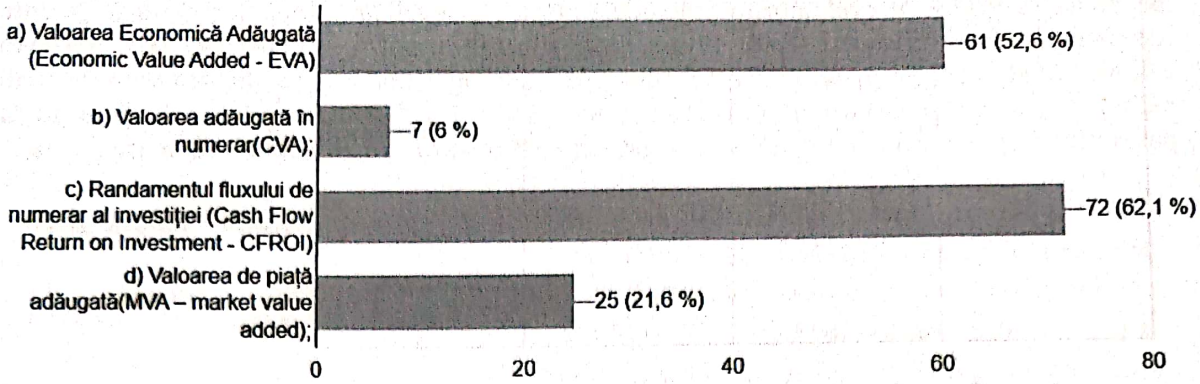

a) Valoarea Economică Adăugată (Economic Value Added - EVA)
61 (52,6 %)
b) Valoarea adăugată în numerar(CVA);
7 (6 %)
c) Randamentul fluxului de numerar al investiției (Cash Flow Return on Investment - CFROI)
72 (62,1 %)
d) Valoarea de piață adăugată(MVA – market value added);
25 (21,6 %)
0
20
40
60
80

Figura 3.69. Recomandarea unor metode bazate pe crearea de valoare în evaluarea companiilor

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Validitatea metodei CFROI este confirmată şi de autorii Balteş şi Vasiu (2015)[344] care o consideră cel mai bun indicator de măsurare a creării de valoare, urmată de metoda EVA şi de MVA.

Studiul realizat de Subramanyam şi Kumar (2020)[345] confirmă rezultatele noastre şi preferinţa evaluatorilor români pentru CFROI şi EVA, prin faptul că aceşti autori consideră că cele două tehnici sunt cele mai bune măsuri de performanţă financiară pentru valoarea acţionarilor. Astfel, autorii au ajuns la concluzia că există o relaţie pozitivă semnificativă între CFROI şi EVA şi un impact mare asupra randamentelor bursiere.

Cu referire la variabila *"aprecierea obiectivităţii metodei EVA în stabilirea valorii globale a companiei"*, prin prisma eşantionului segregat statistic a indicat o polarizare către opţiunea 2 (2.02), respectiv *Oarecum (într-o mică măsură),* demonstrând faptul că această metodă poate fi aplicată cu discernământ în practica evaluării companiilor. Figura 3.70, prezintă grafic cele afirmate annterior, astfel:

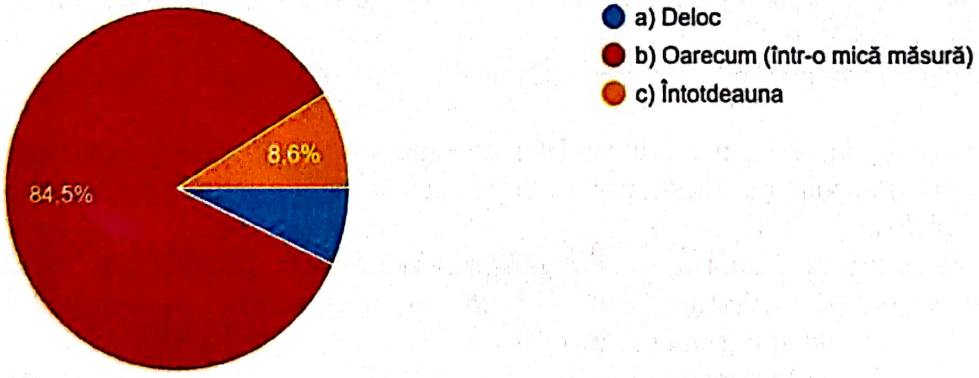


Figura 3.70. Aprecierea obiectivităţii metodei EVA în stabilirea valorii globale a companiei

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

[344] Balteş, N., Vasiu, D. E. (2015). *"Case Study Regarding Financial Performance in Terms of Cash Flow Return on Investment (CFROI) for Companies Listed and Traded on the Bucharest Stock Exchange, During 2006-2013"*. Scientific Bulletin, 20(1), 97-103.

[345] Subramanyam, D., Kumar, K. (2020). *"Performance evaluation and shareholders value maximization through CFROI and EVA: An empirical Study"*. International Journal of Application or Innovation in Engineering and Management, ISSN 2319-4847, vol. 9, Issue 1.

Scanned with OKEN Scanner

În opinia evaluatorilor, metoda EVA ar putea fi folosită în practica evaluării datorită faptului că este asociată cu un indicator de măsurare a valorii adăugate asociate unei investiții, opțiune care a adunat cele mai multe răspunsuri (49,1% din numărul total de răspunsuri), datorită faptului că ea include costul de oportunitate al capitalului propriu și nu se rezumă la profiturile contabile (30,2%) și contribuie la asigurarea unei legături între nivelul de utilizare a capitalului și profitul net din exploatare. De asemenea, este o metodă agreată de către investitori și ușor de înțeles și de aplicat. Aceste aspecte sunt redate și în figura 3.71, astfel:

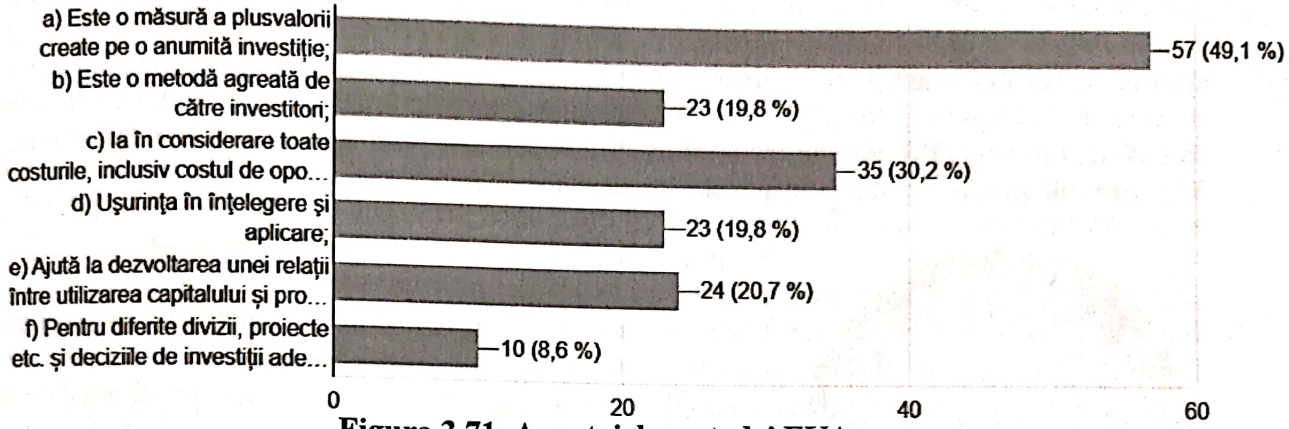

a) Este o măsură a plusvalorii create pe o anumită investiție;
57 (49,1 %)
b) Este o metodă agreată de către investitori;
23 (19,8 %)
c) la în considerare toate costurile, inclusiv costul de opo...
35 (30,2 %)
d) Uşurința în înțelegere și aplicare;
23 (19,8 %)
e) Ajută la dezvoltarea unei relații între utilizarea capitalului și pro...
24 (20,7 %)
f) Pentru diferite divizii, proiecte etc. și deciziile de investiții ade...
10 (8,6 %)
0
20
40
60

Figura 3.71. Avantajele metodei EVA

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Aplicarea metodei EVA este condiționată și de dezavantajele pe care aceasta le are, din optica evaluatorilor respondenți, care au identificat trei dezavantaje principale. Astfel, principalul dezvantaj al acesteia este reprezentat de faptul că EVA utilizează în calcul informații retospective, ceea ce generează dificultăți în efectuarea de predicții, care a însumat 41,4% din numărul de răspunsuri exprimate.

Acest rezultat se explică prin faptul că evaluatorii sunt de acord că cea mai adecvată metodă de evaluare este reprezentată de DCF, care presupune actualizarea fluxurilor de numerar viitoare, practic valoare companiei este măsurată prin capacitatea ei de a produce fluxuri de trezorerie viitoare și nu pe rezultatele și performanțele istorice. Aceste aspecte se înscriu în optica ***principiului referirii la viitor***, conform căruia valoarea unei companii este determinată în funcție de capacitatea ei de a produce bogăție în viitor, nu în prezent. În operațiunile de achiziție și vânzare de companii (mergers & acquisition) cumpărtorul va plăti un preț doar dacă va considera că își va putea recupera investiția. De asemenea, metoda este criticată și prin faptul că sunt necesare și alte ajustări în afară de WACC, EBITDA, precum și cheltuielile care nu încorporează numerar. Aceste aspecte sunt redate în figura 3.72, prezentată de mai jos:

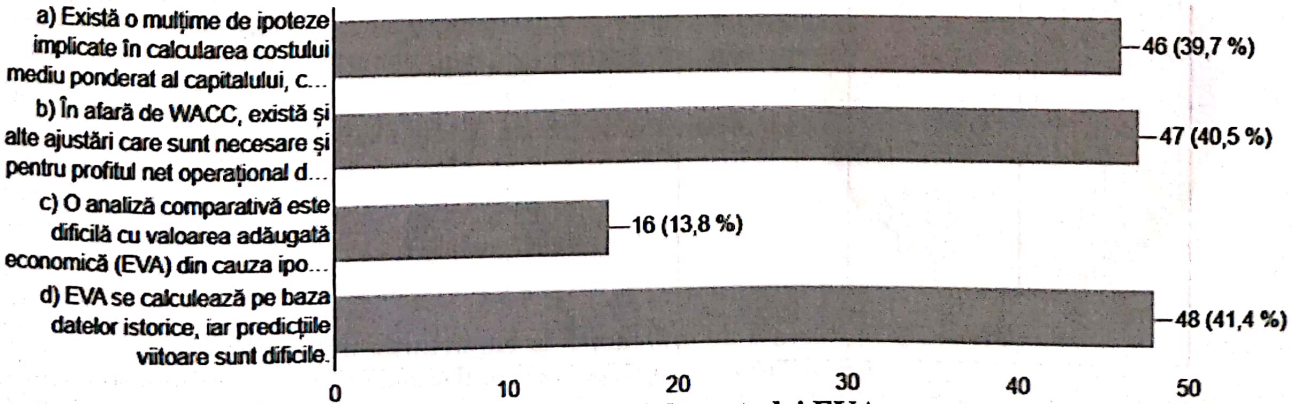

a) Există o mulțime de ipoteze implicate în calcularea costului mediu ponderat al capitalului, c...
46 (39,7 %)
b) În afară de WACC, există și alte ajustări care sunt necesare și pentru profitul net operațional d...
47 (40,5 %)
c) O analiză comparativă este dificilă cu valoarea adăugată economică (EVA) din cauza ipo...
16 (13,8 %)
d) EVA se calculează pe baza datelor istorice, iar predicțiile viitoare sunt dificile.
48 (41,4 %)
0
10
20
30
40
50

Figura 3.72. Dezvantajele metodei EVA

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Scanned with OKEN Scanner

3.4.6. Posibilitățile de optimizare a metodelor de evaluare a companiilor din România în opinia evaluatorilor de întreprinderi

Pentru a testa posibilitățile de perfecționare a metodelor de evaluare a companiilor din România, în rândul evaluatorilor de întreprinderi, am recurs la creionarea unui set de zece întrebări (53-62) atât cu răspunsuri închise, cât și deschise sau de tip matriceal.

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"nevoia de suplimentare cu informații de natură financiară sau nefinanciară utile evaluării, dar care lipsesc în prezent din situațiile financiare întocmite în conformitate cu IFRS"*, evaluatorii au afirmat, în cea mai mare parte că lipsesc doar informații nefinanciare, urmați îndeaproape de cei care cred că lipsesc informațiile nefinanciare și informațiile financiare, procentul celor care cred că raportarea IFRS conține toate informațiile necesare, fiind egal cu precedentul. Figura 3.73, prezintă grafic distribuția răspunsurilor pe scala de distribuție, astfel:

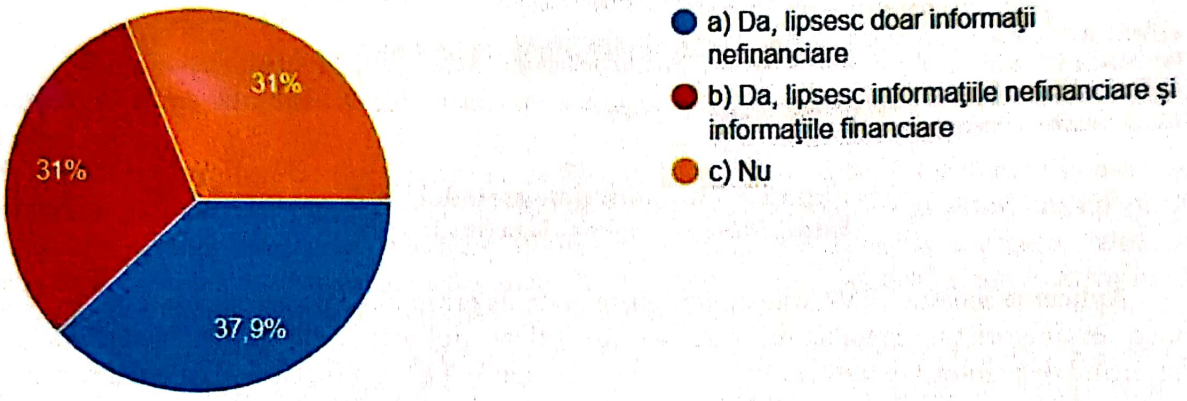


Figura 3.73. Nevoia de informații în raportarea IFRS
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"nevoia de suplimentare cu informații de natură financiară sau nefinanciară utile evaluării dar care lipsesc în prezent din situațiile financiare întocmite în conformitate cu reglementările românești (OMFP 1802/2014)"*, cei mai mulți respondenți sunt de părere că lipsesc doar informații nefinanciare, urmați de cei care cred lipsesc ambele tipuri de informații, urmați de cei care cred că raportarea IFRS este comprehensivă. Aceste informații sunt prezentate în figura 3.74.

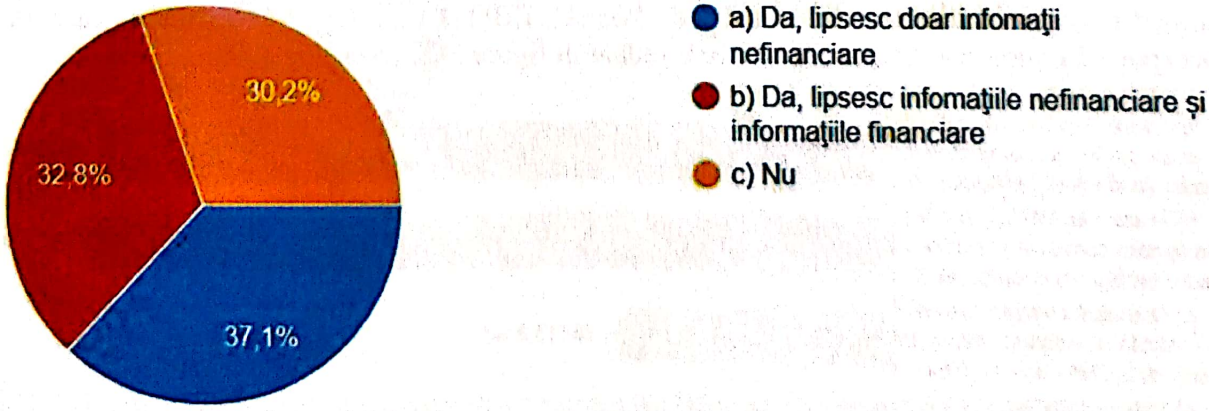


Figura 3.74. Nevoia de informații în raportarea națională
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Scanned with OKEN Scanner

Sub acest aspect, studiul realizat de Dumitru şi colab. (2017)[346] axat pe investigarea calităţii informaţiilor nefinanciare publicate în Polonia şi România, cele mai mari ţări din Europa Centrală şi de Est, înainte de adoptarea directivei europene, relevă faptul că Polonia a înregistrat o amploare mai mare a raportării voluntare, dar România s-a confruntat cu cerinţe de reglementare anterioare pentru raportarea nefinanciară (NFR). De asemenea, autorii studiului citat anterior au ajuns la concluzia că scorul general de publicare este mai mare în cazul României, ceea ce demonstrează importanţa reglementărilor pentru a consolida răspândirea şi calitatea raportării informaţiilor nefinanciare.

Putem să afirmăm că aceste aspecte au fost relevate şi de respondenţii studiului nostru care au remarcat necesitatea creşterii calităţii divulgării informaţionale pentru asigurarea necesarului de informaţii utile evaluării companiilor.

În ceea ce priveşte analiza eşantionului prin intermediul indicatorului *"oportunitatea armonizării conceptului de valoare justă din perspectiva SEV 100 şi a IFRS 13"*, rezultatele au indicat faptul că evaluatorii consideră acest lucru ca fiind extrem de important, reclamând lipsa de armonizare sub aspect conceptual al celor două definiţii.

Acest aspect este important din perspectiva cercetării noastre, pentru că reclamă din nou, nevesitatea îmbunătăţirii terminologiei specifice reglementărilor contabile şi din domeniul evaluării bunurilor, în primul rând sub aspect conceptual şi ulterior sub aspectul îmbunătăţirii metodelor de evaluare. Aceste apecte sunt redate în figura 3.75, astfel:

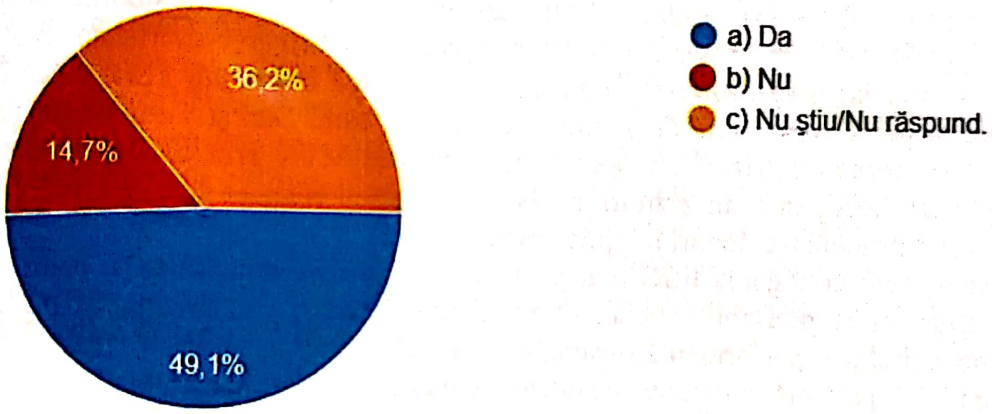


Figura 3.75. Oportunitatea armonizării conceptului de valoare justă din perspectiva SEV 100 şi a IFRS 13

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce priveşte analiza eşantionului prin intermediul indicatorului *"posibilitatea de îmbunătăţire a metodele de evaluare oferite de reglementări şi validate de literatura de specialitate"*, rezultatele demonstrează faptul că marea parte a evaluatorilor de întreprinderi din România sunt de părere că metodele clasice de evaluare prezintă multiple limitări şi carenţe şi prin urmare se impune îmbunătăţirea lor, urmat de cei care nu ştiu sau nu au dorit să răspundă la această întrebare şi de un procent extrem de mic a celor care nu cred că metodele necesită îmbunătăţiri. Figura 3.76, redă grafic, aspectele anterior amintite, astfel:

[346] Dumitru, M., Dyduch, J., Guşe, R. G., Krasodomska, J. (2017). *"Corporate reporting practices in Poland and Romania–an ex-ante study to the new non-financial reporting European directive"*. Accounting in Europe, 14(3), 279-304.

Scanned with OKEN Scanner

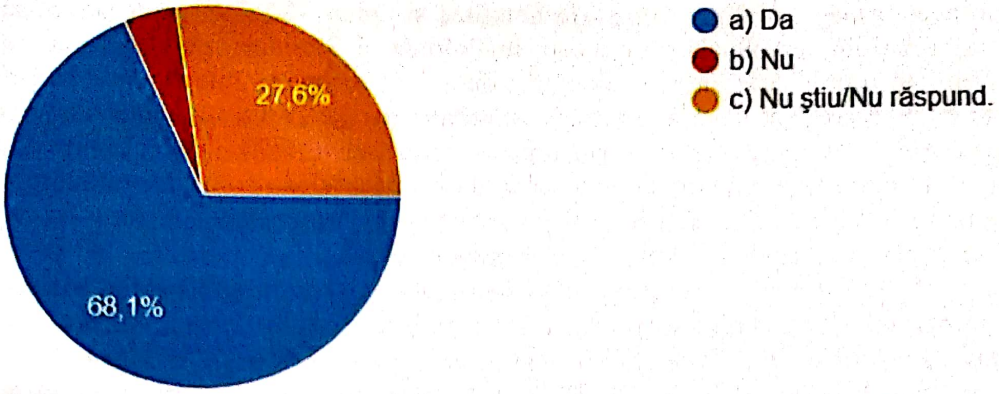


Figura 3.76. Posibilitatea de îmbunătăţire a metodele de evaluare oferite de reglementări şi validate de literatura de specialitate
Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce priveşte analiza eşantionului prin intermediul indicatorului *"áprecierea importanței cresterii nivelului de divulgare a informațiilor de tipul ESG prin intemediul bilanțului de sustenabilitate"*, putem să afirmăm faptul că în optica evaluatorilor un nivel ridicat de dezvăluire a informațiilor ESG conduce la creşterea profitabilităţii financiare sustenabile a companiilor comensurată prin ROA şi ROE, aspecte confirmate şi de studiile efectuate de Giannopoulos (2022)[347], la creşterea atractivităţii acesteia pentru investitori datorită unui nivel scăzut de risc asociat investiţiilor în companii care divulgă informaţii ESG, adică investiţii responsabile, aspecte confirmate de studiul efectuat de către Dan şi Tiron-Tudor (2021)[348], Brooks şi Oikonomou (2018)[349], respectiv la creşterea MVA prin creşterea nivelului de atractivitate a acesteia pentru investitori, regăsit şi în studiul efectuat de Lim (2022)[350], aceste motive ocupând primele trei locuri în optica evalutorilor.

De asemenea, divulgarea ESG mai poate aduce avantaje importante şi pentru uşurinţa atragerii finaţărilor responsabile social, obţinerii unui avantaj concurenţial şi nu în ultimă măsură contribuind la o performanţă sustenabilă ridicată.

Figura 3.77, prezintă în detaliu considerendele expuse anterior, astfel:

[347] Giannopoulos, G., Kihle Fagernes, R. V., Elmarzouky, M., Afzal Hossain, K. A. B. M. (2022). *"The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms"*. Journal of Risk and Financial Management, 15(6), 237.
[348] Dan, A., Tiron-Tudor, A. (2021). *"The determinants of green bond issuance in the European Union"*. Journal of risk and financial management, 14(9), 446.
[349] Brooks, C., Oikonomou, I. (2018). *"The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance"*. The British Accounting Review, 50(1), 1-15.
[350] Lim, M. (2022). "Environment, Social, Governance (ESG) Factors And The Impact On Market Value Added (MVA) For Malaysian Public Listed Companies" (Doctoral dissertation, UTAR), disponibil la eprints.utar.edu.my/4453/1/1904325_Lim_Mayyi_(FINAL).pdf, accesat la data de 20.05.2023.

Scanned with OKEN Scanner

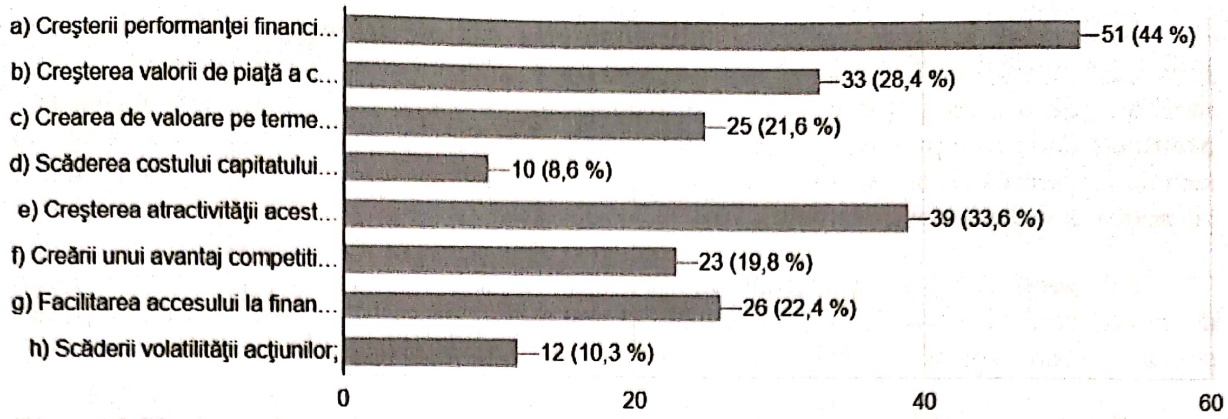


Figura 3.77. Aprecierea importanței cresterii nivelului de divulgare a informațiilor de tipul ESG

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Aceste constatări sunt confirmate şi de studiul efectuat de Sandberg şi colab. (2023)[351], care arată că un nivel mai ridicat de ESG sunt asociate cu performanţe financiare mai bune.

În ceea ce priveşte analiza eşantionului prin intermediul indicatorului *"oportunitatea elaborării unui model de evaluare a performanței sustenabile a companiilor prin luarea în calcul a informațiilor nefinanciare de tipul ESG (Environment, Social and Corporate Governance)"*, rezultatele obținute indică faptul că evaluatorii îmbrățișează această idee, într-un procent considerabil (66,4%), iar numărul celor care se opun acestei oportunități este foarte mic (doar 9 răspunsuri în acest sens) urmați de cei care nu au ştiut sa răspundă sau nu au dorit să răspundă. Aceste aspecte sunt îmbucurătoare pentru cercetarea noastră, întrucât creează premisele elaborării unui instrument de estimare a performanței sustenabile a companiilor prin încorporarea informaţiilor ESG, datorită validării acestuia de către profesioniştii evaluatori. Această oportunitate poate fi cuplată şi cu faptul că tot acești profesioniști cu experiență foarte mare, au declarat că sunt de acord cu îmbunătățirea metodele clasice de evaluare. Aceste aspecte sunt redate de figura 3.78, astfel:

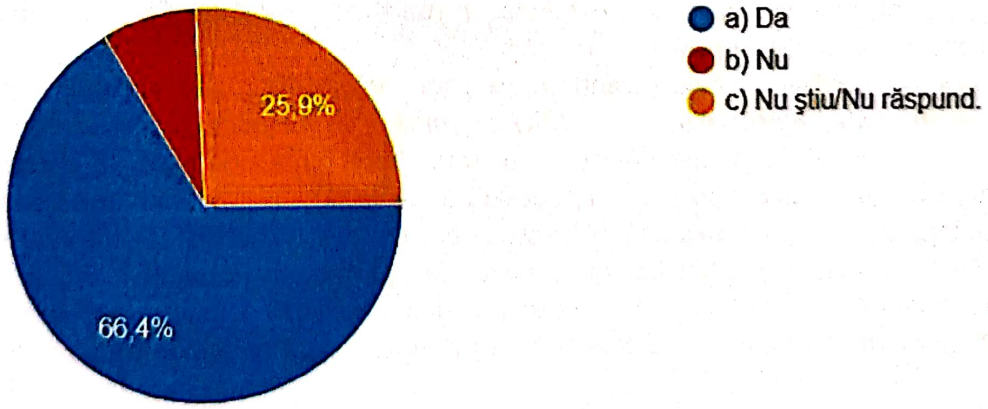


Figura 3.78. Oportunitatea elaborării unui model de evaluare a performanței sustenabile

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

[351] Sandberg, H., Alnoor, A., Tiberius, V. (2023). *"Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European food industry"*. Business Strategy and the Environment, 32(4), 2471-2489.

Scanned with OKEN Scanner

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"categoria principală de informații de natură nefinanciară (de mediu, sociale și de guvernanță – ESG)"* raportate prin intermediul bilanțului de sustenabilitate, care ar putea concura la o plusvaloare pentru entitățile care publică acestfel de informații a scos în evidență faptul că evaluatorii nu sunt decișipentru care anume informații să opteze și implicit care consideră că ar putea concura la crearea de valoare pentru entități.

Sub acest aspect, considerăm că se impun cercetări suplimentare, pentru a putea demonstra care categorie de informații sunt cel mai mult asociate cu crearea de valoare pentru entități. Aceste aspecte sunt redate grafic în figura 3.79, prezentată mai jos:

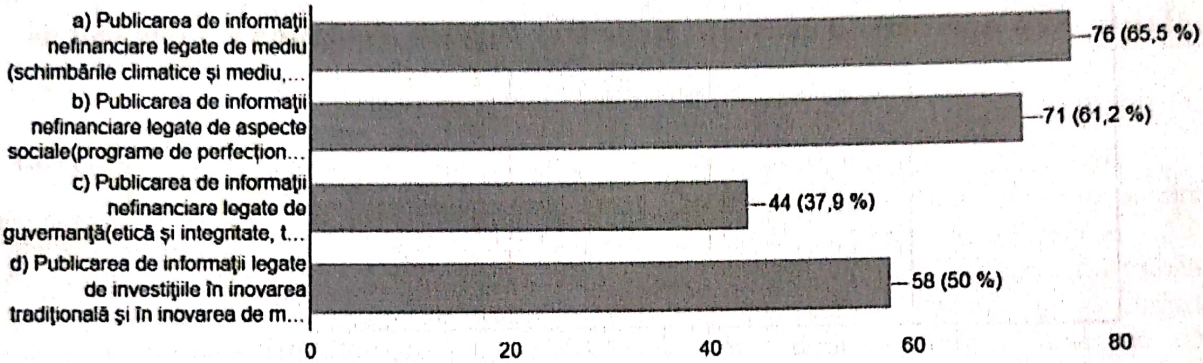

a) Publicarea de informații nefinanciare legate de mediu (schimbările climatice și mediu,...
b) Publicarea de informații nefinanciare legate de aspecte sociale(programe de perfecțion...
c) Publicarea de informații nefinanciare legate de guvernanță(etică și integritate, t...
d) Publicarea de informații legate de investițiile în inovarea tradițională și în inovarea de m...
76 (65,5 %)
71 (61,2 %)
44 (37,9 %)
58 (50 %)
0
20
40
60
80

Figura 3.79. Categoria principală de informații de natură nefinanciară (de mediu, sociale și de guvernanță – ESG)

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

Aceste rezultate sunt susținute și de studiul efectuat de către Li și colab. (2023)[352] care conchide asupra faptului că calitatea ESG este corelată pozitiv cu valoarea companiei. Autorii studiului demonstrează și faptul că deși impactul mediului (E) și al companiei (S) asupra valorii companiei este mai mare decât cel al guvernanței (G), îmbunătățirea indicatorilor de divizare ESG va crește valoarea companiei. Prin urmare, considerăm că aceste proporții trebuie stabilite de evaluatori pentru fiecare companie evaluată, în funcție de domeniul în care activează, pe baza raționamentului lor profesional.

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"aprecierea nivelului de corelație între performanța ESG al fimelor raportoare și fondul comercial al companiei"*, rezultatele pe medie pentru indicatorul aprecierea nivelului de corelație între performanța ESG al fimelor raportoare și goodwill al companiei, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 2 (2.16), respectiv *Legătură slabă*.

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.599 puncte, pe o scală de la 1 la 3,cu o asimetrie spre stânga de -0.067 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt redate de figura 3.80, astfel:

[352] Li, J., Li, W., Chen, S. (2023). *"The impact of ESG information disclosure quality on firm value"*. In SHS Web of Conferences (Vol. 154, p. 02001). EDP Sciences.

Scanned with OKEN Scanner

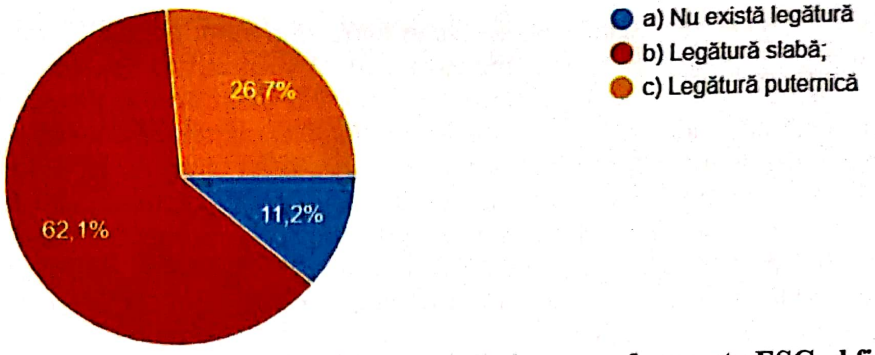


Figura 3.80. Aprecierea nivelului de corelație între performanța ESG al fimelor raportoare și fondul comercial al companiei

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"oportunitatea deciziei Consiliului pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate (ISSB) de a elabora standarde internaționale de sustenabilitate"* (a se vedea figura 3.81), rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv c) *Nu știu/nu răspund*, cu o frecvență a distribuțiilor de 33.62%. La polul opus, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea numărul 6, respectiv b*) Nu, datorită creșterii costurilor de raportare*, cu o frecvență a distribuțiilor de 5.17%.

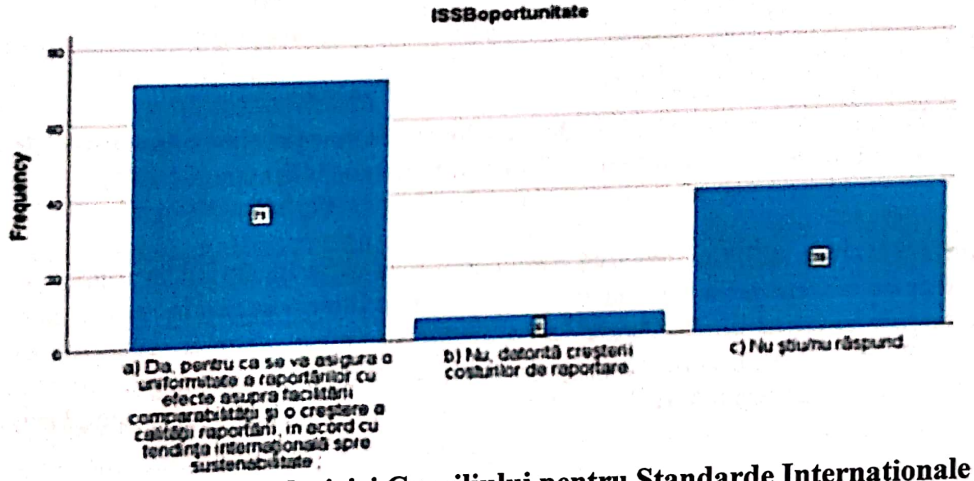

ISSBoportunitate
Frequency
71
3
33
a) Da, pentru ca se va asigura o uniformitate a raportărilor cu efecte asupra facilitării comparabilității și o creștere a calității raportării, în acord cu tendința internațională spre sustenabilitate
b) Nu, datorită creșterii costurilor de raportare
c) Nu știu/nu răspund

Figura 3.81. Necesitatea deciziei Consiliului pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate (ISSB) de a elabora Standarde internaționale de sustenabilitate

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Pe medie pentru indicatorul *"oportunitatea deciziei Consiliului pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate (ISSB) de a elabora standarde internaționale de sustenabilitate"* eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 1 (1.72), respectiv a) *Da, pentru ca se va asigura o uniformitate a raportărilor cu efecte asupra facilitării comparabilității și o creștere a calității raportării*, în acord cu tendința internațională spre sustenabilitate.

Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.938 puncte, pe o scală de la 1 la 3. Cu o asimetrie spre dreapta de 0.581 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.81.

În ceea ce privește analiza eșantionului prin intermediul indicatorului *"oportunitatea deciziei UE de a emite Directiva privind raportarea de către întreprinderi de informații privind*

Scanned with OKEN Scanner

sustenabilitatea (CSRD)", rezultatele analizei distribuției opțiunilor pe scală arată că opțiunea principală selectată de evaluatori a fost opțiunea numărul 3, respectiv c*) Nu știu/nu răspund*, cu o frecvență a distribuțiilor de 35.34%. La polul opus, cea mai slabă frecvență a opțiunilor exprimate a fost opțiunea numărul 6, respectiv b) *Nu, datorită creșterii costurilor de raportare*, cu o frecvență a distribuțiilor de 5.17%. Pe medie pentru acest indicator, eșantionul segregat statistic a indicat o polarizare către opțiunea 1 (1.76), respectiv a) *Da, pentru ca se va asigura o uniformitate a raportărilor*. Deviația standard a mediei calculată pentru eșantionul reprezentativ a fost de 0.947 puncte, pe o scală de la 1 la 3, cu o asimetrie spre dreapta de 0.503 puncte față de medie și o eroare standard a asimetriei de 0.225 puncte. Aceste aspecte sunt prezentate în figura 3.82, de mai jos.

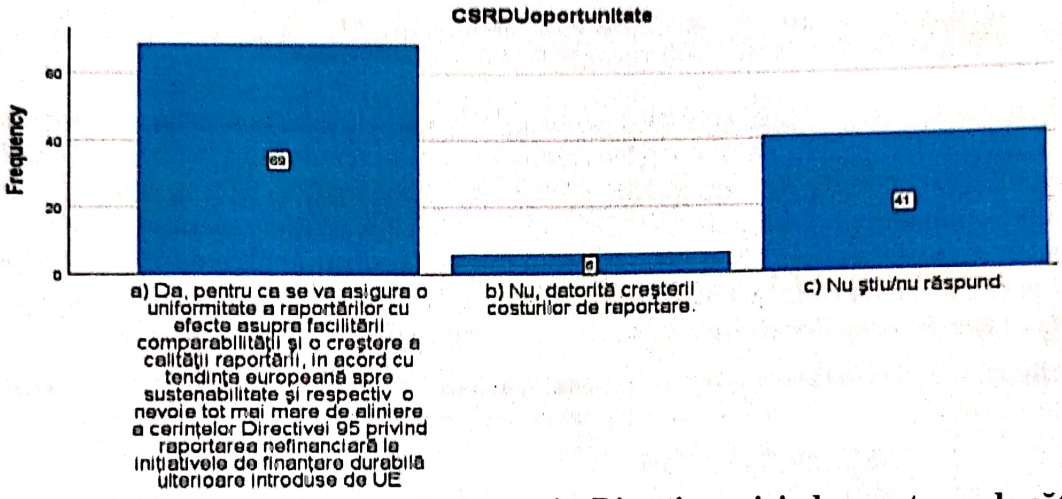

CSRDUoportunitate
Frequency
60
40
20
0
69
0
41
a) Da, pentru ca se va asigura o uniformitate a raportărilor cu efecte asupra facilitării comparabilității și o creștere a calității raportării, în acord cu tendința europeană spre sustenabilitate și respectiv o nevoie tot mai mare de aliniere a cerințelor Directivei 95 privind raportarea nefinanciară la inițiativele de finanțare durabilă ulterioare introduse de UE
b) Nu, datorită creșterii costurilor de raportare.
c) Nu știu/nu răspund

Figura 3.82. Necesitatea deciziei UE de a emite Directiva privind raportarea de către întreprinderi de informații privind sustenabilitatea (CSRD)

Sursa: Elaborare proprie pe baza chestionarului cu ajutorul SPSS

Pentru acestă variabilă se observă o reticență mai mare în rândul evaluatorilor privind impactul directivei europene în materie de sustenabilitate, decât în cazul standardelor internaționale de sustenabilitate. Acest lucru poate fi explicat și prin faptul că evaluatorii consideră că raportarea de sustenabilitate trebuie să fie un atribut al companiilor mari, cotate pe piețele de capital, care aplică IFRS (International Financial Reporting Standards) pentru raportarea financiară.

3.5. Concluzii rezumative

În urma aplicării chestionarului structurat profesioniștilor evaluatori de întreprinderi din România și a interpretării acestuia pe cele șase secțiuni, putem enunța câteva concluzii parțiale, pe care le vom prezenta în cele ce urmează.

Astfel, în ceea ce privește *profilului evaluatorilor de întreprinderi din România* (secțiunea 1), rezultatele studiului au indicat faptul că cei mai mulți evaluatori de întreprinderi din România sunt persoane de sex masculin atât cu o pregătire tehnică, cât și cu una în domeniul contabilității, aflate în eșalonul de vârstă superior (respectiv între 51 și 70 de ani) și implicit cu experiență ridicată în domeniul evaluărilor companiilor (între 21 și 30 de ani). Ca formă de exercitare a profesiei, marea majoritate a acestora sunt evaluatori independenți sau activează ca practicieni în firme încadrate în categoria microîntreprinderilor, în marea lor parte dedicând muncii de evaluare a companiilor un sfert din timpul normal de lucru al unei zile. Acest lucru semnifică că evaluatorii mai desfășoară activități și în alte domenii sau chiar activități în sfera evaluărilor, altele decât cele dedicate evaluării companiilor.

Scanned with OKEN Scanner

Rezultatele studiului au indicat faptul că evaluatorii sunt implicați cu preponderență în activități de evaluare legate de natura asistenței acordată clientului în cadrul unei potențiale M&A, urmată de activități de informare a managementului sau acționarilor prin intermediul analizei-diagnostic, în special în firme cu profil mixt de activitate și de dimensiuni mici atât pentru firme aflate în stare de continuitate a activității, cât și pentru firme aflate în dificultate financiară, acestea din urmă datorându-se crizelor multiple pe care le traversează economia României în prezent.

De asemenea, rezultatele studiului au demonstrat și faptul că scopul evaluării, cantitatea de informații disponibile în mediul intern și extern, precum și acuratețea rezultatelor evaluării, reprezintă variabilele cele mai importante, în funcție de care evaluatorii își fundamentează alegerea metodei adecvate de evaluare.

Sub raportul surselor de informații utilizate pentru estimarea valorii companiilor, evaluatorii utilizează foarte mult informațiile din bilanț și contul de profit și pierdere, dar și a informațiilor desprinse din notele explicative la situațiile financiare, datorită familiarității acestora cu evaluarea companiilor mici care sunt obligate să raporteze aceste componente.

Cu toate acestea, se observă o preferință a evaluatorilor români pentru utilizarea informațiilor legate de fluxurile de trezorerie generate de active și a fluxurilor de numerar previzionate, care consideră că valoarea unei companii trebuie apreciată prin capacitatea ei de a genera fluxuri de trezorerie viitoare, în dauna indicatorilor de randament sau al indicatorilor patrimoniali, clasați pe locul doi, respectiv trei în opțiunile respondenților.

Sub raportul preferinței evalutorilor privind abordărilor reglementate în practica evaluării companiilor, rezultatele studiului au demonstrat o preferință a acestora pentru abordările bazate pe venit, urmate de cele prin piață și cele bazate pe cost, metoda fluxului de trezorerie actualizat (discounted cash-flow - DCF), care face parte din abordările bazate pe venit, fiind metoda pe care profesioniștii evaluatori o preferă.

Sub aspectul utilizării informațiilor de natură nefinanciară în activitatea de evaluare, se observă faptul că evaluatorii au conștientizat importanța acestor informații în aprecierea valorii globale a unei entități și că le utilizează în munca lor, în ciuda procentului destul de mic de companii cotate, evaluate de către aceștia și care raportează bilanț de sustenabilitate.

De asemenea, ei nu au utilizat în activitatea lor metode alternative de evaluare, întrucât nu sunt permise de reglementări, însă reclamă necesitatea îmbunătățirii legislației actuale incidente evaluării companiilor, prin implicarea organismelor de reglementare în acest sens. Tot sub acest aspect, evaluatorii recomandă, aplicarea mai multor abordări în evaluare cu efecte benefice asupra obținerii unei estimări credibile, mai ales atunci când cantitatea de informații culese despre companie sunt insuficiente, în acord cu standardele de evaluare a bunurilor.

În ceea ce privește, *testarea opiniei respondenților privind abordarea prin piață* (secțiunea 2), cu privire la frecvența utilizării unor multipli de preț și multipli de valoare a companiei în cadrul acestei abordări, rezultatele obținute demonstrează că în optica EI, indicatorul cel mai relevant este cel dat de raportul dintre valoarea business-ului și vânzări, urmat de raportul dintre preț și valoarea contabilă, urmată de raportul dintre preț și fluxul de trezorerie generat de activitatea de exploatare și nu în cele din urmă raportul dintre preț și fluxul de trezorerie liber.

În ceea ce privește ierarhizarea unor indicatori considerați relevanți atunci când evaluatorii utilizează abordarea prin piață, evaluatorii au indicat că țin cont cu precădere de profitul altor firme din aceeași industrie, de profitul altor firme de dimensiuni similare și de performanța altor firme cu profitabilitate similară.

Pentru aplicarea acestei abordări, evaluatorii chestionați au indicat faptul că se bazează cel mai mult în activitatea lor pe informațiile culese ca urmare a observației directe, pe informațiile obținute de evaluator în urma discuțiilor cu clientul, cu personalul de conducere sau cu personalul relevant în munca de evaluare.

Scanned with OKEN Scanner

Rezultatele au indicat faptul că evaluatorii consideră că cea mai adecvată metodă aplicată pentru abordarea prin piață este metoda tranzacțiilor comparabile, indicând ca principal avantaj recunoscut de evaluatori faptul că această se fundamentează pe tranzacții comparabile dintr-un orizont de timp adecvat.

Sub raportul conturării unui *profil al evaluatorilor de întreprinderi privind abordarea prin venit* (secțiunea 3), rezultatele obținute demonstrează o preferință a acestora cu privire la utilizarea metodei DCF în dauna metodei capitalizării beneficiilor economice, deoarece metoda DCF înglobează fluxurile de trezorerie și evoluția lor în timp, precum și riscul și incertitudinea asociate unei investiții.

Cu privire la indicatorii luați în considerare, în cadrul acestei abordări, se observă preferința evaluatorilor pentru indicatorii de profitabilitate aferenți activității de exploatare (EBIT, EBITDA).

Din prisma testării opiniei evaluatorilor de întreprinderi în legătură cu *abordarea prin cost și a utilizării metodelor mixte* (secțiunea 4), evaluatorii români consideră că metodele patrimoniale reflectă obiectiv valoarea unei companii doar într-o mică măsură, indicând preferința lor pentru abordarea prin venit, abordarea prin piață și doar pe locul trei în ierarhia lor aflându-se metodele patrimoniale.

Rezultatele au demonstrat faptul că, în optica respondenților studiului de față, abordarea prin cost este utilă pentru întreprinderile aflate în lichidare și nu și în cazul companiilor going-concern.

Cu referire la metodelor mixte de evaluare, studiul a demonstrat că metoda costului mediu este cea mai cunoscută, deși ele nu au fost aplicate în practica evaluării datorită faptului că nu sunt permise de SEV și nu se bazează pe o cantitate suficientă de informații corelate, ceea ce denotă faptul că evaluatorii au identificat lipsa de aplicare a metodelor mixte printr-o lipsă de standardizare a acestora, dar și printr-o neraportare a unor informații considerate relevante pentru îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare.

Aceeași importanță a divulgării informaționale este reclamată și în cazul metodelor bazate pe goodwill, deoarece evaluatorii consideră că o divulgare superioară de informații atât de natură financiară, cât și de natură nefinanciară poate contribui la obținerea unei imagini, a unei notorietăți superioare a companiei, cu implicații și în ceea ce privește creșterea valorii de piață a companiei.

Sub acest ultim aspect, profesioniștii evaluatori consideră că dintre *metodele bazate pe crearea de valoare* (secțiunea 5), metoda rentabilității fluxului de numerar al investiției (Cash Flow Return on Investment - CFROI) este cea mai indicată, aspecte aflate în total consens cu preferința acestora pentru utilizarea fluxurilor de trezorerie actualizate ca indicator principal de estimare a valorii companiei și cu preferința pentru metoda DCF, care se bazează pe aceleași fluxuri de numerar actualizate.

Rezultatele obținute cu referire la opinia profesioniștilor evaluatori privind posibilitățile de perfecționare a metodelor de evaluare a companiilor din România, confirmă faptul că marea parte a evaluatorilor de întreprinderi din România sunt de părere că metodele clasice de evaluare prezintă multiple limitări și carențe și, prin urmare, se impune îmbunătățirea lor.

Ei consideră că acest deziderat poate fi realizat prin divulgarea informațiilor ESG prin intermediul raportării de sustenabilitate, cu efecte vizibile în creșterea performanței financiare și sustenabile a companiilor, a creșterii atractivității acesteia în rândul investitorilor și implicit a creșterii valorii globale a companiilor.

Aceste aspecte sunt îmbucurătoare pentru cercetarea noastră, întrucât creează premisele elaborării unui model de estimare a valorii globale a companiilor prin luarea în considerare a factorilor ESG, datorită validării importanței acestora de către profesioniștii evaluatori.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 4. MODELAREA OPORTUNITĂŢII DEZVOLTĂRII METODELOR DE EVALUARE A COMPANIILOR DIN PERSPECTIVA EVALUATORILOR DE ÎNTREPRINDERI DIN ROMÂNIA

4.1. Contextul cercetării

În prezent, în Romania pe baza Legii 99/2013, prin care s-a aprobat OUG 24/2011 în materie de evaluare, sunt stipulate abordările şi metodele propuse de Standardele de Evaluare a Bunurilor emise de ANEVAR. În realitate, o serie de aspecte care au făcut obiectul standardelor de evaluare au generat modificări consecutive ale metodologiei acestora, constituind obiectul unor extinderi semnificative şi a unor modalităţi de consolidare cu Standardele Internaţionale de Evaluare (IVS) din ce în ce mai complexe.

Astfel, în ultimii ani, pe lângă abordările de bază în evaluare, au fost introduse în standardele de evaluare a bunurilor o serie de capitole şi adnotări noi, în special, în ceea ce priveşte standardele generale, întreprinderile, fondul de comerţ şi alte active necorporale, fiind definite abrevierile şi codul de etică al profesiei de evaluator, în subsidiarul acţiunilor de asigurare a calităţii în evaluare impuse de aceste standarde.

În ceea ce priveşte evaluarea companiei, apreciem că există o decorelare a IVS şi, respectiv, SEV cu necesităţile actuale de raportare bazate pe Standardele Internaţionale de Raportare Financiară (IFRS) şi pe reglementările internaţionale de raportare a informaţiilor nefinanciare de tip ESG, respectiv Standardele Internaţionale de Sustenabilitate emise de către Consiliul pentru Standarde Internaţionale de Sustenabilitate (ISSB) şi a Directivei UE privind raportarea corporativă de sustenabilitate (CSRD).

Prin urmare, atât organismele de reglementare, cât şi teoreticienii au încercat găsirea unor soluţii în ceea ce priveşte raportarea informaţiilor nefinaciare de către entităţi (ISSB şi CSRD) şi impactul divulgării informaţiilor ESG asupra performanţei şi implicit a creşterii valorii globale a companiilor.

Pornind de la aceste considerente, am selectat o serie de variabile pornind de la raţionamentul analitic prezentat în capitolul precedent, respectiv studiul bazat pe chestionar privind percepţia evaluatorilor de întreprinderi din România (EI) privind metodele de evaluare şi identificarea unor soluţii de perfecţionare a acestora, care rezidă, în principal, din armonizarea sub aspect conceptual al criteriului valorii juste din perspectiva IFRS şi SEV, utilizarea cu precădere a metodelor mixte, metodelor bazate pe goodwill şi pe crearea de valoare şi nevoia de suplimentare cu informaţii de natură financiară şi cu informaţii nefinanciare legate de mediu, sociale şi de guvernanţă corporativă (Enviromental, Social and Corporate governance - ESG). Acesta reprezintă şi contextul cercetării de faţă.

Prin urmare, în actualul context macro-economic, caracterizat de incertitudine, este necesar ca entităţile să-şi asigure sustenabilitatea. În acest sens, acestea au fost preocupate în ultimii ani de investiţii în domeniul protecţiei mediului, în domeniul social şi de creştere a calităţii guvernanţei corporative (ESG) şi găsirea unor modalităţi de raportare a acestor informaţii privind sustenabilitatea.

Aceste aspecte sunt surprinse prin intermediul chestionarului şi de către evaluatorii autorizaţi din România care au semnalat, prin răspunsurile lor, mai multe aspecte privind susţinerea oportunităţii introducerii unor factori de asigurare a creşterii calităţii evaluării companiilor din perspectiva armonizării sub aspect conceptual al criteriului valorii juste în înţelesul IFRS şi SEV, utilizării cu precădere a metodelor mixte, metodelor bazate pe goodwill şi pe crearea de valoare şi nevoia de suplimentare cu informaţii de natură financiară şi de tip ESG, cu impact asupra valorii globale a companiilor.

Scanned with OKEN Scanner

O altă motivație pentru cercetarea de față este reprezentată și de faptul că din analiza literaturii de specialitate și a reglementărilor internaționale și naționale incidente evaluării companiilor, am observat faptul că nu există momentan reglementări standardizate care să includă indicatorii nefinanciari în metodele de evaluare, aceasta reprezentând o nișă de cercetare extrem de generoasă.

Așadar acest capitol vizează recenzia literaturii științifice – trecerea în revistă a studiilor și a rezultatelor empirice obținute de cercetători în studierea problematicii evaluării companiei cu accent pe influența factorilor identificați de evaluatorii de întreprinderi din România asupra valorii globale a companiei.

Astfel, scopul acestui capitol este reprezentat de modelarea oportunității dezvoltării metodelor de evaluare a companiilor din perspectiva evaluatorilor de întreprinderi din România.

În vederea atingerii acestui scop ne-am fixat următoarele obiective:

O1. Dezvoltarea unui model econometric privind identificarea unor posibilități de îmbunătățire a metodelor de evaluare a companiilor din perspectiva evaluatorilor de întreprinderi din România;

O2. Elaborarea unui model segregat de oportunitate privind îmbunătățirea metodelor de evaluare a companiilor bazat pe experiența profesională a evaluatorilor de întreprinderi din România.

Din acest motiv, secțiunea următoare este dedicată unei recenzii a literaturii de specialitate relevante pe acest topic, în funcție de care se vor fixa și ipotezele de lucru ale cercetării.

4.2. Recenzia literaturii de specialitate și formularea ipotezelor cercetării

Problematica evaluării companiilor a devenit una din ce în ce mai complexă datorită creșterii complexității afacerilor și a mondializării acestora.

Foarte multe studii au fost axate pe studierea metodelor clasice în comparație cu metodele alternative de evaluare, cu scopul de a demonstra necesitatea acestora din urmă. În acest sens, studiul efectuat de Saksonova și colab. (2020)[353], prezintă o analiză comparativă a metodelor clasice și alternative de evaluare, autorii ajungând la concluzia că se impune ca recomandare pentru managerii de companii *să utilizeze metodele în complex*, ceea ce va permite acestora să elaboreze cu mai multă acuratețe cele mai potrivite modalități de a maximiza valoarea companiei.

Studiul efectuat de Fernández (2007)[354] subliniază printr-o analiză detaliată cele mai comune erori întâlnite în practica evaluării companiilor arătând că singura metodă care este corectă din punct de vedere conceptual este metoda DCF, iar celelalte metode sunt incorecte conceptual, dar sunt folosite în continuare pe scară largă. Acesta susține utilizarea metodei actualizării fluxurilor de numerar viitoare preconizate, deoarece valoarea capitalurilor proprii ale unei societăți - în ipoteza în care aceasta continuă să funcționeze - rezultă din capacitatea companiei de a genera fluxuri de numerar pentru proprietarii de capitaluri proprii.

În contextual celor afirmate mai sus, se impune să precizăm faptul că metodele de evaluare pot fi aplicate doar în condițiile în care evaluatorii dețin cantitatea de informații de care au nevoie.

Astfel, într-un studiu efectuat de către Nordlund (2010)[355], focusat pe modul în care poate fi satisfăcută cererea de publicare a informațiilor privind evaluarea proprietății în rapoartele

---

[353] Saksonova, S., Abramishivi, N., Papiashvili, T. (2020). *"Business valuation: classical and advanced methods"*, disponibil la adresa https://dspace.lu.lv/dspace/handle/7/54228, accesat la data de 12.06.2023.

[354] Fernández, P. (2007). *"Company valuation methods. The most common errors in valuations"*. IESE Business School, 449, 1-27, disponibil la adresa ttps://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/36234952/Common_Errors_in valuation-libre.pdf, accesat la data de 12.06.2023.

[355] Nordlund, B. (2010). *"Need for disclosure regarding property valuations in financial reports according to*

Scanned with OKEN Scanner

financiare, rezultatele demonstrează că informațiile privind metodele aplicate, ipotezele semnificative în evaluarea proprietăților și declarațiile privind legăturile dintre valorile evaluate și dovezile de pe piață trebuie îmbunătățite în rapoartele financiare, în conformitate cu Standardele Internaționale de Raportare Financiară (IFRS). Deoarece incertitudinea în evaluarea proprietăților nu poate fi eliminată, aceasta trebuie gestionată. Furnizarea de informații explicite cu privire la evaluări este o modalitate importantă de a gestiona această problemă prin reducerea diferenței de asimetrie informațională dintre cei care efectuează evaluări și cei care sunt utilizatori ai situațiilor financiare.

Dintr-o altă perspectivă, studiul realizat de Khaghaany și colab. (2019)[356] canalizat pe explorarea relevanței valorice a practicilor de raportare a dezvoltării durabile în cadrul rapoartelor anuale ale companiilor de turism irakiene listate la Bursa de valori din Irak, a subliniat faptul că raportarea privind sustenabilitatea este relevantă din punct de vedere valoric pentru modificarea prețului acțiunilor companiilor de turism incluse în eșantion și că *există o corelație pozitivă semnificativă între raportarea privind sustenabilitatea și prețul acțiunilor.* Astfel, rezultatele studiului demonstrează faptul că raportarea privind sustenabilitatea este sensibilă doar la prețul acțiunilor și nu se reflectă dimensiunea acțiunilor tranzacționate a companiilor.

Din cele afirmate anterior, rezultă faptul că o divulgare de calitate a informațiilor de natură financiară, cât și de natură nefinanciară reprezintă o premisă a unei evaluări de calitate. Deoarece raportarea informațiilor privind sustenabilitatea a devenit o certitudine în condițiile elaborării Standardelor internaționale de sustenabilitate și a Directivei europene privind raportarea sustenabilității, considerăm că se impun și modificări de paradigmă în evaluarea companiilor, prin apel la găsirea de noi metode de evaluare care să surprindă și aportul de valoare adăugată dată de investițiile de mediu, sociale și de guvernanță.

Suntem de părere că aceste modificări de paradigmă în evaluarea companiilor trebuie să conducă și la actualizarea standardelor de evaluare a bunurilor atât la nivel internațional, cât și la nivel național, sub aspectul standardizării unor metode alternative de evaluare, care să ia în calcul și impactul informațiilor de tip ESG asupra valorii companiei.

Studiul lui Hradílek (2018)[357] subliniază faptul că în literatura de specialitate există extrem de puține studii care să ofere un cadru teoretic mai bun pentru practică și că nu există momentan reglementări standardizate care să includă indicatorii nefinanciari în metodele de evaluare a companiilor. De remarcat este și opinia autorilor Daffa și Nainggolan (2023) care menționează că, cuantificarea factorilor de valoare ESG, în special a celor asociați cu politica și respectarea reglementărilor, poate fi o provocare, deoarece poate exista o lipsă de reglementări specifice care să le reglementeze[358].

În acest context, enunțăm prima ipoteză a cercetării noastre astfel: *H1- Îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare este posibilă în condițiile standardizării metodelor alternative și introducerea acestora în ghidurile metodologice de evaluare în vigoare în România.*

De asemenea, suntem de părere că dezvoltarea de metode alternative de evaluare a companiilor nu poate fi realizată decât în condițiile creșterii calității divulgării informaționale. Din acest punct de vedere, considerăm că un salt important în evoluția raportării financiare este asociat dezvoltării și extinderii raportării integrate la cât mai multe entități economice, nu doar

---

IFRS". Journal of property investment & finance.

[356] Khaghaany, M., Kbelah, S., Almagtome, A. (2019). *"Value relevance of sustainability reporting under an accounting information system: Evidence from the tourism industry".* African Journal of Hospitality, Tourism and Leisure, 8, 1-12.

[357] Hradílek, J. (2018). *"Non-Financial Indicators in the Valuation Process in Czech Republic".* In Innovation Management, Entrepreneurship and Sustainability (IMES 2018) (pp. 427-436). Vysoká škola ekonomická v Praze.

[358] Daffa, H. A., Nainggolan, Y. A. (2023). *"ESG Integration into Company Valuation: Case Study of PT Surya Energi Indotama".* International Journal of Current Science Research and Review, ISSN: 2581-8341, Volume 06 Issue 07 July 2023, DOI: 10.47191/ijcsrr/V6-i7-94.

Scanned with OKEN Scanner

pentru cele cotate pe pieţele bursiere. Astfel, considerăm că aportul adus de raportarea integrată este extrem de important, deoarece aceste informaţii conduc la satisfacerea cerinţelor părţilor interesate şi la asigurarea unui consens între acestea şi companie, cu efecte asupra câştigării încrederii acestora pe termen lung şi a menţinerii investiţiilor efectuate, datorită creşterii predictibilităţii informaţiilor publicate. În acest sens, rezultatele studiului efectuat de Zhai şi Wang (2016)[359] axat pe relaţia dintre calitatea informaţiilor contabile şi alegerea investiţiilor de capital din perspectiva funcţiei de guvernanţă a informaţiilor contabile, subliniază faptul că, cu cât calitatea informaţiilor contabile ale companiilor cotate la bursă este mai ridicată, cu atât mai puternică este această corelaţie, în special atunci când guvernanţa corporativă a companiei cotate este slabă.

Constatările implică faptul că, astfel, calitatea informaţiilor contabile poate optimiza alegerea investiţiilor de capital, ceea ce completează şi consolidează funcţionarea guvernanţei corporative. Prin urmare, autorităţile de reglementare ar trebui să acorde mai multă atenţie puterii pieţei de a supraveghea comportamentul companiilor cotate la bursă, *să îmbunătăţească funcţiile de guvernanţă ale informaţiilor contabile* şi să sporească eficienţa alocării capitalului.

Studiul efectuat de Pirveli (2020)[360], focusat pe evaluarea empirică a persistenţei şi predictibilităţii veniturilor în cadrul companiilor din sectorul privat din Georgia, demonstrează faptul că veniturile curente persistă în cadrul seriei de venituri din anul următor cu mai puţin de 25%, în timp ce încrederea în veniturile din anul curent ne permite să prezicem veniturile din anul următor doar cu o un procent de 20%, iar fluxurile de numerar din exploatare persistă la mai puţin de 40% şi sunt capabile să prezică fluxurile de numerar din anul următor cu mai puţin de 35%. Acest lucru reliefează faptul că proprietăţile câştigurilor şi ale fluxurilor de numerar din sectorul privat din Georgia sunt de o calitate relativ slabă, acestea din urmă demonstrând proprietăţi mai mari decât câştigurile.

Studiul efectuat de Chen şi colab. (2021)[361] şi axat pe testarea ipotezei conform căreia calitatea slabă a contabilităţii este asociată cu o slabă înţelegere de către investitori a structurilor de venituri şi de costuri ale companiilor, a demonstrat faptul că predictibilitatea rentabilităţii între firme este mai puternică atunci când firmele cu un bun predictor a calităţii contabilităţii au un mediu informaţional mai bogat decât firmele cu o calitate a contabilităţii slabă, aşa cum este indicat de urmărirea analiştilor, de proprietatea instituţională şi de prezenţa unui auditor Big 4, rezultatele evidenţiind o nouă relaţie între calitatea contabilă şi dinamica rentabilităţii acţiunilor.

Astfel, considerăm faptul că asigurarea unui nivel ridicat de predictibilitate a informaţiilor furnizate de companii este indisolubil legată de creşterea calităţii raportării prin extinderea raportării integrate, a adoptării Standardelor internaţionale de sustenabilitate şi Directivelor europene privind sustenabilitatea, care vor conduce la asigurarea încrederii părţilor interesate prin satisfacerea cerinţelor lor şi care vor asigura şi apanajul dezvoltării metodelor alternative de evaluare.

Prin urmare, emitem a doua ipoteză de lucru, astfel: *H2 - Cu cât nivelul de încredere şi predictibilitate a situaţiilor financiare este mai mare cu atât adoptarea metodelor alternative de evaluare devine mai posibilă.*

Din cele afirmate anterior se deduce faptul că divulgarea informaţiilor de către companii are un rol extrem de important atât pentru acestea, dar şi pentru părţile interesate. Astfel, studiul

---

[359] Zhai, J., Wang, Y. (2016). *"Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice"*. China Journal of Accounting Research, 9(4), 251-266.

[360] Pirveli, E. (2020). *"Earnings persistence and predictability within the emerging economy of Georgia"*. Journal of Financial Reporting and Accounting, 18(3), 563-589.

[361] Chen, W., Khan, M., Kogan, L., Serafeim, G. (2021). *"Cross-firm return predictability and accounting quality"*. Journal of Business Finance & Accounting, 48(1-2), 70-101.

Scanned with OKEN Scanner

efectuat de Reitmaier şi Schultze (2017)[362], axat pe analiza relevanţei pentru evaluarea de piaţă a informaţiilor privind raportarea îmbunătăţită a companiilor care sunt direct legate de evaluarea acesteia (raportarea bazată pe valoare), a scos în evidenţă faptul că remunerarea pe bază de acţiuni, efectul de levier, dimensiunea companiei şi volatilitatea acţiunilor sunt factori determinanţi semnificativi ai raportării bazate pe valoare. Nivelul de raportare bazată pe valoare este asociat în mod semnificativ cu valorile de piaţă şi oferă o putere explicativă suplimentară a valorii de piaţă, indicând relevanţa sa pentru investitori în procesul de evaluare şi de luare a deciziilor.

De asemenea, relevanţa valorii contabile şi a profiturilor pentru explicarea valorilor de piaţă creşte în cazul companiilor cu o raportare bazată pe valoare mai bună. Prin urmare, acest studiu consolidează opinia exprimată anterior conform căreia *calitatea divulgării* influenţează *calitatea procesului de evaluare a companiilor* şi implicit luarea deciziilor atât de către manageri, cât şi de investitori şi celelalte părţi interesate. Rezultatele studiului efectuat de Amidu şi colab. (2021)[363], confirmă acest aspect subliniind faptul că o evaluare de calitate poate fi redată prin intermediul a patru indicatori de calitate importanţi, respectiv: *profesionalismul, comunicarea eficientă şi personalizată, acurateţea raportării* şi *obligaţiile de conformitate.*

Considerăm faptul că o divulgare de calitate poate fi asigurată şi prin intermediul îmbunătăţirii raportării obligatorii prin intermediul raportării voluntare. Sub acest ultim aspect, studiul realizat de Charumathi şi Ramesh (2020)[364] a fost axat pe investigarea efectului dezvăluirilor voluntare ale companiilor asupra valorii companiei din perspectiva valorii de piaţă.

Rezultatele studiului constată o asociere pozitivă între divulgările voluntare de informaţii şi valoarea companiei, măsurată prin coeficientul Q a lui Tobin. Această cercetare relevă, în special, faptul că piaţa acordă o evaluare mai mare companiilor care divulgă informaţii opţionale privind informaţiile sociale şi de mediu, guvernanţa corporativă şi informaţiile financiare, în acord cu diferitele teorii privind divulgarea de informaţii, cum ar fi teoriile privind agenţia, părţile interesate şi contabilitatea pozitivă.

Tot în direcţia raportării voluntare este şi studiul efectuat de Rieg şi Vanini (2023)[365], canalizat pe integrarea statistică şi explicarea eterogenităţii rezultatelor prin aplicarea unei meta-analize cu 122 de efecte din 40 de studii primare. Rezultatele studiului susţin, în principal, relevanţa valorică a divulgării voluntare a capitalului intelectual, care are ca rezultat o valoare de piaţă mai mare, un cost mai mic al capitalului propriu şi o performanţă contabilă mai mare.

Importanţa raportării capitalului intelectual este accentuată şi de autorii İlhan şi Gökhann (2022)[366], care în studiul lor recomandă organismelor reglementare a standardelor contabile să creeze un standard de raportare financiară separat, care să includă informaţii detaliate cu privire la componentele capitalului intelectual (capital uman, capital relaţional, capital de proces, capital de inovare) care sunt relevante din punct de vedere al valorii în luarea deciziilor de evaluare a companiei. Trebuie menţionat în acest context, faptul că divulgarea obligatorie a capitalului intelectual este restricţionată de reglementările contabile, companiile investesc în divulgarea voluntară a capitalului intelectual pentru a reduce asimetriile informaţionale şi pentru a sprijini o evaluare adecvată a companiei de către investitori şi alte părţi interesate.

---

[362] Reitmaier, C., Schultze, W. (2017). *"Enhanced business reporting: value relevance and determinants of valuation-related disclosures"*. Journal of Intellectual Capital Capital, 18(4), 832-867.

[363] Amidu, A. R., Levy, D., Bolomope, M. (2021). *"Conceptualising valuation quality in practice: a valuer perspective"*. Journal of Property Research, 38(3), 213-237.

[364] Charumathi, B., Ramesh, L. (2020). *"Impact of voluntary disclosure on valuation of firms: Evidence from Indian companies"*. Vision, 24(2), 194-203.

[365] Rieg, R., Vanini, U. (2023). *"Value relevance of voluntary intellectual capital disclosure: a meta-analysis"*. Review of Managerial Science, 1-45.

[366] İlhan, Ç. A. M., Gökhan, Ö. Z. E. R. (2022). *"Intellectual Capital and Firm Value: An Investigation of Turkish Manufacturing Companies"*. Istanbul Business Research, 51(1).

Scanned with OKEN Scanner

Evaluarea adecvată a companiei, cu luarea în calcul a acestei componente, nu poate fi făcută decât prin recurs la metode alternative de evaluare. Astfel, considerăm faptul că o evaluare adecvată a valorii unei companii este influențată considerabil de carențele informaționale existente în raportarea tradițională.

În acest sens, enunțăm a treia ipoteză a studiului nostru, astfel: *H3 - Lipsa informațiilor din situațiile financiare constituie elementul favorizant pentru îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare prin recurgerea la metode alternative de evaluare.*

De asemenea, în contextul dezvoltării politicilor de sustenabilitate la nivel global, a emiterii Standardelor internaționale de sustenabilitate și a Directivei europene de raportare a sutenabilității, se impune să precizăm faptul că includerea informațiilor de natură nefinanciară de mediu, sociale și de guvernanță (ESG), în sistemul de raportare a companiilor vor conduce la mutații profunde și în evaluarea companiilor. În acest sens, studiul efectuat de Aboud și Diab (2018)[367] a demonstrat faptul că firmele listate pe piețele de capital și care dețin un indice de raportare ESG au o valoare de piață mai mare în comparație cu firmele necotate și faptul că calitatea ESG, este asociată pozitiv cu valoarea companiei. Studiul efectuat de către Alareeni și Hamdan (2020)[368], centrat pe investigarea tipologiei relațiilor existente (pozitive, negative sau chiar neutre) între dezvăluirea de informații corporative de mediu, sociale și de guvernanță (ESG) și rezultatele operaționale (ROA), financiare (ROE) și performanța pe piață (Tobin's Q), accentuează faptul că dezvăluirea ESG afectează pozitiv măsurile de performanță ale unei firme, în plus, cu cât este mai mare nivelul de divulgare a informațiilor ESG, informațiile de mediu, responsabilitatea social corporativă și guvernanța corporativă, cu atât mai mare este rentabilitatea activelor (ROA) și rentabilitatea capitalului (ROE).

Totodată studiul realizat de cercetătorii Dragomir și colab. (2022)[369], având ca scop examinarea influenței performanței ESG asupra performanței financiare a 333 de bănci situate în 53 de țări din Europa, America și Asia, înainte și în timpul pandemiei Covid-19 (2019-2021), au relevat faptul că performanța de mediu a instituțiilor bancare analizate în 2019 au înregistrat o influență negativă asupra rentabilității capitalului propriu în cursul anului 2020 și că niciun alt factor ESG nu este semnificativ. Pentru anul 2020, cheltuielile și inițiativele de responsabilitate socială au condus la o influență pozitivă a rentabilității băncilor în 2021. Studiul a demonstrat și faptul că băncile asiatice au înregistrat randamente bursiere și profituri pe acțiune mai mari determinate de calitatea guvernanței corporative în anul precedent, pe când performanța de mediu a entităților analizate în anul 2020 a determinat o influență negativă asupra EPS în 2021.

În aceeași linie cu studiul anterior citat, cercetarea efectuată de către Li (2022)[370], subliniază că în contextual dezvoltării rapide a economiei chineze, ESG a devenit o bază importantă pentru investitori, managerii de companii și alți participanți pe piață pentru a măsura sustenabilitatea companiilor, ceea ce are un impact important asupra evaluării companiilor. De asemenea, autorul este de părere că, în contextul dat, este necesar ca profesioniștii în evaluarea activelor să ia în considerare impactul evaluării ESG atunci când evaluează companiile.

Studiul realizat de Zhou și colab. (2022)[371] subliniază faptul că măsurarea sustenabilității companiilor, care are un impact important asupra evaluării companiilor se accentuează în

---

[367] 23. Aboud, A., Diab, A. (2018). *"The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt"*. Journal of Accounting in Emerging Economies, 8(4), 442-458.

[368] Alareeni, B. A., Hamdan, A. (2020). *"ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms"*. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society.

[369] Dragomir, V. D., Bătae, O. M., Ionescu, B. Ș., Ionescu-Feleagă, L. (2022). *"The influence of ESG factors on financial performance in the banking sector during the COVID-19 Pandemic"*. Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research, 56(4).

[370] Li, S. (2022). *"Enterprise Value Assessment Based on ESG* Evaluation". Frontiers in Business, Economics and Management, 4(3), 48-51.

[371] Zhou, G., Liu, L., Luo, S. (2022). *"Sustainable development, ESG performance and company market value:*

Scanned with OKEN Scanner

condițiile unor crize suprapuse, cu care economiile lumii se confruntă în prezent. Rezultatele aceluiași studiu arată că *îmbunătățirea performanței ESG a companiilor listate la bursă poate îmbunătăți valoarea de piață a companiei,* iar performanța financiară a companiei prezintă un efect de mediere evident. În același timp, capacitatea operațională este o modalitate importantă de mediere pentru ca performanța ESG să afecteze valoarea de piață a companiei.

În acest sens, autorii Bunget și colab. (2023)[372], într-un studiu axat pe problematica sustenabilității modelelor de afaceri ale entităților listate la BVB, atrag atenția asupra necesității unui cadru mai coerent și mai robust de raportare nefinanciară, dat fiind faptul că în cadrul rapoartele analizate sunt abordate o varietate de subiecte, prezentate neclar, și fără a face o delimitare exactă între principalele subiecte abordate.

De asemenea, studiul a relevat și faptul că rapoartele de sustenabilitate ale companiilor românești cotate la BVB se concentrează de cele mai multe ori pe aspectele de mediu ale modelului de creștere durabilă, urmate de aspectele privind alinierea la tendințele legate de dezvoltarea inovatoare, prin dezvoltarea și implementarea de soluții inovatoare privind managementul lanțului de aprovizionare, fiind raportate mai puțin informații din sfera socială și de guvernanță corporativă.

În contextul celor precizate anterior, enunțăm ipoteza a patra a cercetării noastre, astfel: *H4 - Cu cât performanța sustenabilă a companiilor care raportează ESG este mai ridicată cu atât preferința pentru îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare prin intermediul metodelor alternative de evaluare este mai mare.*

4.3. Metodologia cercetării

Pentru realizarea celor două obiective specifice ale cercetării, am propus demonstrarea ipotezelor de lucru, enunțate în secțiunea anterioară.

În acest sens, metodologia cercetării a vizat o cercetare de tip calitativ, prin intermediul chestionarului structurat, administrat profesioniștilor evaluatori, în vederea testării percepției acestora cu privire la posibilitățile de îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare. Această posibilitate a fost testată prin adresarea întrebării cu numărul 56 din chestionar.

În vederea atingerii scopului cercetării, s-a recurs la construirea unui modelul de oportunitate privind dezvoltarea metodelor de evaluare a companiilor prin includerea factorilor identificați de EI privind armonizarea sub aspect conceptual al criteriului valorii juste în înțelesul IFRS și SEV, utilizarea cu precădere a metodelor mixte, metodelor bazate pe goodwill și pe crearea de valoare și nevoia de suplimentare cu informații de natură financiară și cu informații nefinanciare de tip ESG, cu impact asupra valorii globale a companiilor, care este realizat pe baza itemilor prezentați în chestionarul structurat administrat profesioniștilor evaluatori.

În ceea ce privește definirea variabilei dependente și a variabilelor independente utilizate pentru testarea percepției EI din România privind modelele de evaluare și găsirea unor soluții de perfecționare a acestora, am folosit ca și **variabilă dependentă** "*îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare* - IMBUNATmetclasic" (pentru care s-a adresat întrebarea 56 din chestionar) în corelație cu o serie de **variabile independente**, precum: "*preferința pentru alte metode de abordare* - ALTE Abordări", "*aplicarea altor metode mixte de evaluare* – ALTEAbordariAplicare", "*principalele abordări în aplicarea metodelor mixte* - ALTEAbordariDezavtnj", "*preferința și acceptabilitatea metodelor bazate pe goodwill în evaluarea companiilor* - ALTEAbordariPreferinta", "*cele mai importante surse de creare de*

Mediating effect of financial performance". Business Strategy and the Environment, 31(7), 3371-3387.

[372] Bunget, O. C., Dumitrescu, A. C., Burcă, V., Bogdan, O. (2023). *„Sustenabilitatea modelelor de afaceri ale entităților listate la BVB".* Audit Financiar, 21(171).

Scanned with OKEN Scanner

goodwill pentru întreprinderi - SurseGoodwill", "*recomandarea unor metode bazate pe creearea de valoare în evaluarea companiei* - ALTEMetVA", "*aprecierea obiectivității metodei EVA* în *stabilirea valorii globale a companiei* - EVAaplicabilit", "*avantajul principal al metodei EVA în alegerea acesteia de către evaluator* - EVAavntj", "*dezavantajul principal al metodei EVA în alegerea acesteia de către evaluator* - EVAdezavntj", "*nevoia de suplimentare cu informații de natură financiară sau nefinanciară utile evaluării pentru companiile care aplică IFRS* - SITIFRSlipsainf", "*nevoia de suplimentare cu informații de natură financiară sau nefinanciară utile evaluării pentru companiile care aplică Reglementările contabile naționale* – SIT1802lipsainf", "*oprtunitatea armonizării conceptului de valoare justă din perspectiva SEV 100 și IFRS 13* – VJIFRS13vsSEV100", "*aprecierea importanței creșterii nivelului de divulgare a informațiilor de tipul ESG prin intermediul bilanțului de sustenabilitate* - DivulgESG", "*oportunitatea elaborării unui model de evaluare a performanței sustenabile a companiilor prin luarea în calcul a informațiilor nefinanciare de tipul ESG* - PerfSustESG", "*categoria principală de informații de natură ESG care ar putea concura la crearea de valoare pentru entitățile raportoare* - VAESG", "*aprecierea nivelului de corelație între performanța ESG și fondul comercial al companiilor* - FondComESG", "*oportunitatea Consiliului pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate (ISSB) de a elabora Standarde Internaționale de Sustenabilitate* - ISSBopertunitate", "*oportunitatea deciziei UE de a emite Directiva privind raportatrea de către întreprinderi de informații privind sustenabilitatea* - CSRDUoportunitate".

Astfel, variabilă dependentă, respectiv "*posibilitatea de îmbunătățire a metodelor de evaluare oferite de reglementări și validate de literatura de specialitate*", în corelație cu variabilele regresoare, sunt prezentate desfășurat în tabelul de mai jos, respectiv în *Tabelul 4.1.*

Tabelul 4.1. Definirea variabilelor

Simbol	Descriere	Opțiuni		
Variabila dependentă				
IMBUNATmetclasic	Posibilitatea de îmbunătățire a metodele de evaluare oferite de reglementări și validate de literatura de specialitate	a) Da	b) Nu	c) Nu știu/Nu răspund.
Variabile regresoare				
ALTEAbordari Aplicare	aplicarea altor metode mixte de evaluare a companiilor	Da	Nu	

Scanned with OKEN Scanner

Simbol	Descriere	Opțiuni									
ALTEAbordariDezavtnj	principalele impedimente în aplicarea în evaluarea metodelor mixte	a) Nu sunt agreate de Standardele de Evaluare a Bunurilor	b) Nu oferă o valoare adecvată	c) Nu oferă o valoare precisă	d) Nu se bazează pe o cantitate suficientă de informații corelate	e) O combinație a celor de mai sus					
ALTEAbordariPreferinta	preferința și acceptabilitatea metodelor bazate pe goodwill în evaluarea companiilor	a) Metoda anglo-saxonă	b) Metoda practicienilor	c) Metoda bazată pe capitalizarea ANC	d) Metoda simplificată	e) Metoda Barnay & Calba	f) O combinație a celor de mai sus				
SurseGoodwill	cele mai importante surse de creare de goodwill pentru întreprinderi	a) Eficiența managerială (realizarea indicatorilor de performanță din planul strategic)	b)Implementarea codurilor de guvernanța corporativă	c)Rentabilitatea capitalului propriu	d) Profitul nerepartizat din anii anteriori	e) Cota de piață exprimată prin venitul net din anul precedent	f) Prestigiul, reputația, brand-ul, mărcile, imaginea și alte drepturi și valori similare	g) Costurile de marketing	h)Investițiile în cercetare-dezvoltare-inovare și digitalizare (CDI)	i) Creșterea calității raportării prin implentarea raportării informațiilor nefinanciare de mediu, sociale și de guvernanță (ESG).	j) O combinație a celor de mai sus

Scanned with OKEN Scanner

Simbol	Descriere	Opţiuni					
ALTEMetVA	recomandarea unor metode bazate pe creareade valoare în evaluarea companiilor	a) Valoarea Economică Adăugată (Economic Value Added - EVA)	b) Valoarea adăugată în numerar (CVA)	c) Randamentul fluxului de numerar al investiţiei (Cash Flow Return on Investment - CFROI)	d) Valoarea de piaţă adăugată (MVA – market value added)	e) O combinaţie a celor d mai sus	
EVAaplicabilit	aprecierea obiectivităţii metodei EVA în stabilirea valorii globale a companiei	a) Deloc	b) Oarecum (într-o mică măsură)	c) Întotdeauna			
EVAavntj	avantajul principal al metodei EVA în alegerea acesteia de către evaluatori	a) Este o măsură a plusvalorii create pe o anumită investiţie	b) Este o metodă agreată de către investitori	c) Ia în considerare toate costurile, inclusiv costul de oportunitate al capitalului propriu şi nu se menţine la profiturile contabile.	d) Uşurinţa în înţelegere şi aplicare	e) Ajută la dezvoltarea unei relaţii între utilizarea capitalului şi profitul operaţional net. Acest lucru poate fi analizat pentru a profita la maximum de oportunităţi şi, de asemenea, pentru a face îmbunătăţiri adecvate ori de câte ori este necesar.	f) Pentru diferite divizii, proiecte etc. şi deciziile de investiţii adecvate pot fi luate pentru acelaşi lucru
		g) O combinaţie a celor de mai sus					

Scanned with OKEN Scanner

Simbol	Descriere	Opțiuni				
EVAdezavntj	dezavantajul principal al metodei EVA în alegerea acesteia de către evaluatori	a) Există o mulțime de ipoteze implicate în calcularea costului mediu ponderat al capitalului, care conduce la dificultăți de calcul	b) În afară de WACC, există și alte ajustări care sunt necesare și pentru profitul net operațional după impozitare. Toate cheltuielile fără numerar trebuie ajustate. Acest lucru devine dificil în cazul unei organizații cu mai multe unități de afaceri și filiale.	c) O analiză comparativă este dificilă cu valoarea adăugată economică (EVA) din cauza ipotezelor subiacente ale WACC.	d) EVA se calculează pe baza datelor istorice, iar predicțiile viitoare sunt dificile.	e) O combinație a celor de mai sus
SITIFRSlipsainf	nevoia de suplimentare cu informații de natură financiară sau nefinanciară utile evaluării dar care lipsesc în prezent din situațiile financiare întocmite în conformitate cu IFRS	a) Da, lipsesc doar informații nefinanciare	b) Da, lipsesc informațiile nefinanciare și informațiile financiare	c) Nu		
SIT1802lipsainf	nevoia de suplimentare cu informații de natură financiară sau nefinanciară utile evaluării dar care lipsesc în prezent din situațiile financiare întocmite în conformitate cu reglementările românești (OMFP 1802/2014)	a) Da, lipsesc doar infomații nefinanciare	b) Da, lipsesc infomațiile nefinanciare și informațiile financiare	c) Nu		
VJIFRS13 vsSEV100	oportunitatea armonizării conceptului de valoare justă din perspectiva SEV 100 și a IFRS 13	a) Da	b) Nu	c) Nu știu/Nu răspund.		

Scanned with OKEN Scanner

Simbol	Descriere	Opţiuni								
DivulgESG	aprecierea importanţei cresterii nivelului de divulgare a informaţiilor de tipul ESG prin intemediul bilanţului de sustenabilitate	a) Creşterii performanţei financiare sustenabile a companiilor masurată prin creşterea rentabilităţii activelor (ROA) şi a rentabilităţii capitalurilor proprii (ROE)	b) Creşterea valorii de piaţă a companiilor (market value added - MVA) prin creşterea atractivităţii acesteia în rândul investitorilor	c) Crearea de valoare pe termen lung pentru acţionari (long-term shareholder value creation)	d) Scăderea costului capitatului şi asigurarea flexibilităţii financiare a companiilor	e) Creşterea atractivităţii acesteia în rândul investitorilor prin scăderea riscului asociat investiţiilor în companii care publică informaţii nefinanciare despre guvernanţă, sociale şi de mediu (ESG) asociat tendinţei de investire responsabilă	f) Creării unui avantaj competitiv şi implicit îmbunătăţirea performanţei sustenabile a companiilor	g) Facilitarea accesului la finanţări, prin atragerea unor noi capitaluri din partea unor investitori responsabili.	h) Scăderii volatilităţii acţiunilor	i) O combinaţie a celor de mai sus
PerfSustESG	oportunitatea elaborării unui model de evaluare a performanţei sustenabile a companiilor prin luarea în calcul a informaţiilor nefinanciare de tipul ESG (Environment, Social and Corporate Governance)	a) Da			b) Nu			c) Nu ştiu/Nu răspund.		

Scanned with OKEN Scanner

Simbol	Descriere	Opțiuni				
VAESG	categoria principală de informații de natură nefinanciară (de mediu, sociale și de guvernanță – ESG) publicate de către companii în bilanțul de sustenabilitate, care ar putea concura la crearea de valoare pentru entitățile raportoare	a) Publicarea de informații nefinanciare legate de mediu (schimbările climatice și mediu, standarde sociale și de mediu, poluare și emisii, biodiversitate și ecosisteme)	b) Publicarea de informații nefinanciare legate de aspecte sociale(programe de perfecționare și de învățare pentru personal, diversitate și incluziune, implicarea comunității și a părților interesate, imm-uri și crearea de locuri de muncă, drepturile omului și grupurile vulnerabile, inovare și competențe)	c) Publicarea de informații nefinanciare legate de guvernanță(etică și integritate, transparență și dare de seamă, combaterea corupție, informații și securitate cibernetică)	d) Publicarea de informații legate de investițiile în inovarea tradițională și în inovarea de mediu	e) O combinație a celor de mai sus
FondCom ESG	aprecierea nivelului de corelație între performanța ESG al fimelor raportoare și fondul comercial al companiei	a) Nu există legătură	b) Legătură slabă	c) Legătură puternică		
ISSBoportunitate	oportunitatea deciziei Consiliului pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate (ISSB) de a elabora standarde internaționale de sustenabilitate	a) Da, pentru ca se va asigura o uniformitate a raportărilor cu efecte asupra facilitării comparabilității și o creștere a calității raportării, in acord cu tendința internațională spre sustenabilitate	b) Nu, datorită creșterii costurilor de raportare.	c) Nu știu/nu răspund.		
CSRDUoportunitate	oportunitatea deciziei UE de a emite Directiva privind raportarea de către întreprinderi de informații privind sustenabilitatea (CSRDU)	a) Da, pentru ca se va asigura o uniformitate a raportărilor cu efecte asupra facilitării comparabilității și o creștere a calității raportării, in acord cu tendința europeană spre sustenabilitate și, respectiv, o nevoie tot mai mare de aliniere a cerințelor Directivei 95 privind raportarea nefinanciară la inițiativele de finanțare durabilă ulterioare introduse de UE	b) Nu, datorită creșterii costurilor de raportare.	c) Nu știu/nu răspund.		

Sursa: Elaborare proprie a autorului

Scanned with OKEN Scanner

Aceste variabile au fost modelate econometric cu ajutorul software-ului statistic SPSS în vederea elaborării unui model de regresie liniară multiplă, cu aplicarea metodei celor mai mici pătrate.

4.4. Rezultate și discuții

4.4.1. Modelul general de oportunitate cu privire la îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare

Conform modelului conceptual al variabilelor, prezentate în Tabelul 4.1, rezultă o serie de influențe de oportunitate generate atât de extinderea cadrului legislativ contabil internațional și european, cât și de întărirea unor aspecte de validare la nivelul Standardelor internaționale de sustenabilitate și a creșterii performanțelor ESG cerute prin obiectivele de dezvoltare strategică și dezvoltare sustenabilă.

Metodologia de evaluare a presupus testarea omogenității modelului prin intermediul metodei Enter, testul de omogenitate fiind unul valid, metoda neevidențiind variabile excluse, toate variabilele propuse ca regresoare și redate în Tabelul 4.1, au fost acceptate prin intermediul Metodei Enter. Aceste aspecte sunt redate mai jos, în Tabelul 4.2.

Tabelul 4.2. Test de omogenitate a variabilelor – Metoda Enter

Variables Entered/Removed[a]			
Model	**Variables Entered**	**Variables Removed**	**Method**
Oportunitatea dezvoltării metodelor de evaluare a companiei	CSRDUoportunitate, ALTEAbordariAplicare, EVAavntj, VJIFRS13vsSEV100, EVAaplicabilit, ALTEAbordari, FondComESG, ALTEAbordariDezavtnj, PerfSustESG, ALTEMetVA, SurseGoodwill, DivulgESG, SITIFRSlipsainf, VAESG, EVAdezavntj, ALTEAbordariPreferinta, ISSBoportunitate, SIT1802lipsainf[b]		**Enter**
a. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic			
b. All requested variables entered.			

Sursa: Elaborare proprie cu ajutorul SPSS

Pe baza modelării statistice permise de metoda regresiei liniare multiple, cu aplicarea metodei celor mai mici pătrate, am propus un model de regresie liniară multiplă, în care variabila depedendentă a modelului este *"Posibilitatea de îmbunătățire a metodele de evaluare oferite de reglementări și validate de literatura de specialitate"*, ecuație care va fi exprimată în raport cu variabilele de regresie și coeficienții de variație a acestora, plus componenta reziduală, determinată statistic.

Rezultatul ecuației de regresie liniară aplicat variabilelor propuse pentru modelare este prezentat conform ecuației modelului de regresie liniară multiplă, astfel:

$$IMBUNATmetclasic = -0.047 * ALTEAbordari + 0.098 * ALTEAbordariAplicare + 0.088 * ALTEAbordariDezavtnj - 0.014 * ALTEAbordariPreferinta + 0.031 * SurseGoodwill - 0.094 * ALTEMetVA - 0.023 * EVAaplicabilit + 0.007 * EVAavntj - 0.004 * EVAdezavntj - 0.134 * SITIFRSlipsainf + 0.232 * SIT1802lipsainf + 0.322 * VJIFRS13vsSEV100 + 0.019 * DivulgESG + 0.293 * PerfSustESG - 0.064 * VAESG + 0.16 * FondComESG + 0.264 * ISSBoportunitate - 0.171 * CSRDUoportunitate - 0.16$$

Scanned with OKEN Scanner

Din ecuația de regresie liniară multiplă observăm faptul că variabila dependentă a modelului reprezentată de *"Îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare oferite de reglementări și validate de literatura de specialitate"*, variază direct proporțional cu variabile precum: *ALTEAbordariAplicare, ALTEAbordariDezavtnj, SurseGoodwill, EVAavntj, SIT1802lipsainf, VJIFRS13vsSEV100, DivulgESG, PerfSustESG, FondComESG, ISSBoportunitate,)*, iar în corelație cu alte variabile de regresie, precum: *ALTEabordări, ALTEAbordariPreferinta, ALTEMetVA, EVAaplicabilit, EVAdezavntj, SITIFRSlipsainf, VAESG, CSRDUoportunitate* corelația este invers proporțională.

Nivelul de amplitudine a variației fiecărui regresor asupra variației variabilei dependente este cuprins între 0.4% și 32%, cele mai importante influențe fiind evidențiate prin variabile de corelație a IFRS 13 și Standardul de evaluare SEV 100, creșterea performanței sustenabile a companiilor prin divulgarea de informații de tip ESG, lipsa unor informații în raportarea contabilă națională, creșterea calității divulgării ESG prin adoptarea de către companii a standardelor internaționale de sustenabilitate și aprecierea nivelului de corelație între performanța ESG al fimelor raportoare și fondul comercial al companiei. *Aceste aspecte demonstrează ipoteza H4, conform căreia cu cât performanța sustenabilă a companiilor care raportează ESG este mai ridicată cu atât preferința pentru îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare prin intermediul metodelor alternative de evaluare este mai mare.*

Menționăm că în această privință opțiunea evaluatorilor a fost mai unitară, deoarece inclusiv standardele de evaluare a bunurilor menționează IFRS 13 în cazul valorii juste, iar armonizarea celor două standarde este un subiect cunoscut de către evaluatori.

Variabila independentă *"Lipsa unor informații contabile din raportarea națională conform OMFP 1802/2014"* a înregistrat o corelație de 0.232 (sau 23%) asupra variabilei dependente, ceea ce denotă faptul că profesioniștii evaluatori sunt de părere că există în raportarea contabilă națională carențe informaționale ceea ce conduce la dificultăți de evaluare obiectivă a companiilor și că se impune o creștere a calității divulgării, prin extinderea informațiilor financiare și mai ales nefinanciare raportate, aspecte care vor conduce la obținerea încrederii părților interesate în situațiile financiare publicate și a predictibilității acestora ca sursă principală de evaluare a valorii globale a companiilor. *Aceste aspecte validează H2, conform căreia, cu cât nivelul de încredere și predictibilitate a situațiilor financiare este mai mare cu atât adoptarea metodelor alternative de evaluare devine mai posibilă.*

De asemenea, *"variabila independentă reprezentată de oportunitatea deciziei Consiliului pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate (ISSB) de a elabora standarde internaționale de sustenabilitate"* a înregistrat o influență puternică asupra variabilei dependente a modelului propus, în procent de 0.264 sau 26,4% ceea ce semnifică faptul că profesioniștii evaluatori consideră că adoptarea acestor standarde internaționale de sustenabilitate vor conduce la un grad ridicat de omogenitate a raportărilor și că emiterea lor și adoptarea de către entități impune găsirea unor noi modalități de evaluare a companiilor prin luarea în considerare, în modelele de evaluare și a informațiilor privind sustenabilitatea.

Sub aspectul *"aprecierii nivelului de corelație între performanța ESG al fimelor raportoare și fondul comercial al companiei"*, profesioniștii evaluatori sunt de părere că firmele cu performanțe superioare în materie de raportare ESG vor obține o validare superioară din partea părților interesate, ceea ce se va traduce prin creșterea valorii de piață a companiilor, reflectată prin creșterea valorii capitalului intangibil de natura fondului comercial. Aceste aspecte întăresc necesitatea îmbunătățirii metodelor clasice de evaluare a companiilor, în special cele care fac parte din abordarea prin piață (metoda multiplilor și metoda tranzacțiilor comparabile, dar și a metodelor bazate pe goodwill) prin identificarea unor posibilități de evaluare a componentelor generatoare de fond comercial.

Astfel modelul statistic a reliefat o influență pozitivă și direct proporțională, în procent de 16% în ceea ce privește aprecierea nivelului de corelație între performanța ESG al fimelor

Scanned with OKEN Scanner

raportoare şi fondul comercial al companiei în raport cu necesitatea identificării unor metode alternative de evaluare, care să includă în modelele de evaluare şi informaţiile nefinanciare de tip ESG. De asemenea, profesioniştii evaluatori respondenţi au considerat că cele mai relevante surse de generare de fond comercial pentru întreprinderi sunt cele legate de obţinerea unui prestigiu ridicat pe piaţă, a unei imagini favorabile, notorietatea brandului şi nu în ultimul rând a unei imagini pozitive din partea stakeholderilor, eficienţa managerială, cota de piaţă ridicată, dar şi creşterea calităţii raportării prin includerea informaţiilor de tip ESG.

Cu influenţe mai reduse asupra variabilei dependente (sub 10%), dar totuşi pozitive, se situează variabile ca: *ALTEAbordariAplicare, ALTEAbordariDezavtnj, DivulgESG, EVAavntj*.

Astfel, profesioniştii evaluatori, în procent de 9,8%, consideră că aplicarea altor metode mixte de evaluare a companiilor ar conduce la îmbunătăţirea metodelor clasice de evaluare, cu toate că aceştia nu le-au aplicat în practică datorită faptului că nu sunt permise de SEV emise de ANEVAR. Aceste aspecte sunt explicate prin faptul că profesioniştii evaluatori respectă cu stricteţe în activitatea lor SEV, chiar dacă conştientizează necesitatea îmbunătăţirii lor.

Prin urmare, considerăm că se impune o readaptare a Standardelor Internaţionale de Evaluare a Bunurilor (IVS) în raport cu Standardele Internaţionale de Raportare Financiară (IFRS). În acest sens considerăm că implementarea pe scară largă a Standardelor Internaţionale de Sustenabilitate, va conduce inevitabil şi la modificarea IVS şi a SEV din România.

De asemenea, profesioniştii evaluatori consideră că utilizarea metodelor mixte de evaluare nu se fundamentează pe informaţii suficiente şi corelate, ceea ce semnifică necesitatea creşterii calităţii divulgării atât cu informaţii finaciare, cât şi cu informaţii nefinanciare. Acest ultim aspect este redat şi prin corelaţie pozitivă şi direct proporţională a variabilei legată de "*aprecierea importanţei cresterii nivelului de divulgare a informaţiilor de tipul ESG prin intemediul bilanţului de sustenabilitate*" (DivulgESG), cu care profesioniştii evaluatori sunt de acord, deoarece consideră că publicarea unor astfel de informaţii ar conduce la creşterea performanţei sustenabile a companiei şi a creşterii nivelului de atractivitate pentru investitori datorită scăderii riscului asociat investiţiilor în companii care divulgă informaţii ESG.

Sub aspectul evaluării performanţei sustenabile a companiilor, profesioniştii evaluatori consideră că aplicarea metodei de evaluare Economic Value Added (EVA), este cea mai potrivită, deoarece este un indicator care reflectă plusul de valoare asociat unei anumite investiţii.

Din modelul econometric propus observăm faptul că variabila dependentă a modelului reprezentată de "*Îmbunătăţirea metodelor clasice de evaluare oferite de reglementări şi validate de literatura de specialitate*", variază invers proportional cu o altă serie de variabile independente, dintre aceastea cea mai mare influenţă este exercitată de către variabila *SITIFRSlipsainf,* cu o influenţă negativă de 0.134 sau 13,4%. Acest lucru semnifică faptul că profesioniştii evaluatori de întreprinderi din România nu sunt familiarizaţi cu evaluarea companiilor care aplică IFRS în întocmirea raportărilor financiare şi consideră că raportarea conform IFRS nu prezintă carenţe informaţionale considerabile care să fie utile evaluatorului în aprecierea valorii globale.

Acest aspect rezidă şi din faptul că un număr relativ mic de evaluatori (8,6% din răspunsurile furnizate au ales şi această opţiune) au declarat că au evaluat şi companii cotate la Bursa de Valori Bucureşti, cea mai mare parte din ei evaluând doar entităţi care aplică reglementările contabile naţionale (91,4% din răspunsurile oferite au indicat evaluări doar pentru microentităţi, entităţi mici, entităţi mijlocii şi mari, nelistate la BVB, grupuri de companii nelistate). Aceste aspecte sunt întarite şi din faptul că la întrebarea legată de lipsa informaţiilor din situaţiile financiare anuale întocmite conform reglementărilor naţionale, tot aceeaşi respondenţi au afirmat că lipsa informaţiilor din situaţiile financiare constituie elementul favorizant pentru îmbunătăţirea metodelor clasice de evaluare prin recurgerea la metode alternative de evaluare. *În acest fel, se validează ipoteza H3, conform căreia lipsa informaţiilor*

Scanned with OKEN Scanner

din situațiile financiare constituie elementul favorizant pentru îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare prin recurgerea la metode alternative de evaluare.

În ceea ce privește variabila legată de *"oportunitatea deciziei UE de a emite Directiva privind raportarea de către întreprinderi de informații privind sustenabilitatea" (CSRDUoportunitate)* rezultatele studiului au relevat faptul că părerile profesioniștilor evaluatori sunt împărțite.

Astfel, o jumătate din numărul de respondenți consideră oportună acestă decizie, deoarece ei cred că se va obține un grad ridicat al uniformității raportărilor ceea ce conduce la creșterea comparabilității și a calității divulgării, în acord cu directivele și standardele europene de sustenabilitate, iar cealaltă jumătate consideră că aceste noi reglementări europene nu ar conduce la altceva decât la creșterea costurilor de raportare, sau efectiv nu cunosc aceste noi reglementări sau nu au dorit să răspundă la întrebare. Considerăm că aceste răspunsuri se datorează gradului ridicat de noutate a CSRD, acesta fiind adoptată de către Parlamentul European în data de 28 noiembrie 2022, care a condus la modificări fundamentale la regimul de raportare de sustenabilitate[373]. Prin urmare, evaluatorii români nu sunt familiarizați cu această reglementare europeană și cu impactul acesteia asupra evaluării companiilor și nu consideră încă oportună acestă nouă reglementare europeană în materie de sustenabilitate.

În ceea ce privește impactul variabilei independente reprezentată de categoria principală de informații ESG publicate de către companii în bilanțul de sustenabilitate, care ar putea concura la crearea de valoare pentru entitățile raportoare (VAESG), răspunsurile sunt neomogene și nearticulate, modelul indicând o corelație invers proporțională a acesteia asupra variabilei dependente a modelului (-0,064).

Astfel, evaluatorii au păreri împărțite legate de importanța și impactul fiecăreia din cele trei categorii de informații de mediu, sociale și de guvernanță, cu o ușoară polarizare spre raportarea de informații privind protejarea mediului înconjurător. Aceste păreri difuze întăresc cele afirmate anterior legate de experiența redusă a evaluatorilor legate de aceste reglementări, care nu sunt cuprinse în Standardele de Evaluare a Bunurilor sau în legislația specifică evaluărilor, ci fac parte din legislația conexă domenilui evaluărilor.

De aceea considerăm că se impune o regândire a standardelor Internaționale de Evaluare (IVS) prin includerea și a acestor informații privind sustenabilitatea, care ulterior vor fi preluate în standerdele naționale de evaluare a bunurilor.

Cu toate că în urma prelucrării datelor această variabilă impactează invers proporțional cu variabila dependentă a modelului, considerăm că evaluatorii români se vor familiariza în anii care vor urma cu aceste noi reglementări, vor conștientiza valoarea adăugată a informațiilor ESG și vor resimți nevoia de îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare a companiilor prin apel la metode noi de evaluare care vor lua în considerare și aceste informații nefinanciare de tipul ESG.

Aceste aspect nu vor putea fi realizate fără implicarea organismelor de reglementare în materie de raportare de sustenabilitate, de raportare contabilă și de standard de evaluare (Consiliul pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate, Consiliul pentru Standarde Internaționale de Contabilitate și Comitetul pentru Standarde Internaționale de Evaluare) care să întreprindă eforturi comune de asigurare a unui grad ridicat de omogenitate a acestor reglementări.

Din perspectiva preferinței și acceptabilității metodelor bazate pe goodwill în evaluarea companiilor, și a recomandării unor metode bazate pe crearea de valoare în evaluarea companiilor, rezultatele studiului au arătat faptul că profesioniștii evaluatori nu consideră că

---

[373] Propunere de Directivă A Parlamentului European Și A Consiliului de modificare a Directivei 2013/34/UE, a Directivei 2004/109/CE, a Directivei 2006/43/CE și a Regulamentului (UE) nr. 537/2014 în ceea ce privește raportarea de către întreprinderi de informații privind durabilitatea, disponibil la https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0189, accesat la data de 15.06.2023.

Scanned with OKEN Scanner

recurgerea la astfel de metode ar conduce la o îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare (impactul acestor două variabile fiind unul negativ de -0,047 și, respectiv, – 0,094), ci din contra. Acest aspect rezidă din faptul că evaluatorii români utilizează în munca de evaluare doar metodele permise de reglementările în vigoare pentru evaluarea bunurilor emise de către ANEVAR, fiind protejați în acest fel de "umbrela" legislației specifice.

Prin urmare, chiar dacă acestea consideră în ansamblul lor, că metodele clasice de evaluare pot fi îmbunătățite prin apel la găsirea unor noi metode evaluare, ei pot cel mult să sesizeze organismelor de reglementare implicate aceste aspecte. Astfel, considerăm că sarcina îmbunătățirii standerdelor de evaluare rămâne atributul exclusiv al organismele de reglementare. Sub aspectul impactului variabilei independente *"aprecierea obiectivității metodei EVA în stabilirea valorii globale a companiei (EVAaplicabilit)"*, arătăm faptul că profesioniștii evaluatori consideră faptul că metoda EVA nu răspunde în totalitate cerințelor de obiectivitate și în opinia lor reflect într-o mică masură valoarea totală a unei companii. Acest lucru rezidă, din nou, din neutilizarea în practica evaluărilor a acestei metode.

Sub acest ultim aspect, profesioniștii evaluatori consideră că principalul dezavantaj al metodei EVA este reprezentat de fapul că EVA se calculează pe baza datelor retospective cu efect negativ asupra predicțiilor efectuate. Acest lucru rezidă și din corelația invers proporțională de – 0,004 a variabilei *"dezavantajul principal al metodei EVA"* în alegerea acesteia de către evaluatori asupra variabilei dependente a modelului.

Cu toate acestea, acestă metodă de evaluare este cea mai cunoscută de către evaluatorii români și cea pe care ar recomanda-o dintre metodele alternative de evaluare, în ciuda dezavantajelor pe care le prezintă.

Conform testelor statistice s-a întocmit tabelul corelației Pearson pentru a determina variația variabilei dependente în raport cu regresorii, acest nivel de corelație fiind unul redus până în 50%, intensitatea corelației directe Pearson, dat fiind faptul că nu există în rândul mediei de opinie a evaluatorilor un consens în ceea ce privește aplicarea metodelor alternative în evaluare, acest aspect fiind întrucâtva restricționat prin legislația incidentă domeniului evaluărilor (SEV, 2022 și a legislației adiacente). Aceste aspect sunt redate mai jos, prin intermediul tabelului 4.3.

Tabelul 4.3. Corelația Pearson

		IMBUNATmetclasic
Pearson Correlation	**IMBUNATmetclasic**	1.000
	ALTEAbordari	-0.122
	ALTEAbordariAplicare	0.071
	ALTEAbordariDezavtnj	0.093
	ALTEAbordariPreferinta	-0.104
	SurseGoodwill	0.058
	ALTEMetVA	-0.172
	EVAaplicabilit	-0.054
	EVAavntj	-0.039
	EVAdezavntj	0.025
	SITIFRSlipsainf	0.243
	SIT1802lipsainf	0.341
	VJIFRS13vsSEV100	0.296
	DivulgESG	-0.073
	PerfSustESG	0.511
	VAESG	-0.161
	FondComESG	0.037
	ISSBoportunitate	0.384
	CSRDUoportunitate	0.222

Sursa: Elaborare proprie cu ajutorul SPSS

Scanned with OKEN Scanner

Sumarul modelului a arătat faptul că evaluatorii profesioniști din România apreciază posibilă îmbunătățirea metodelor de evaluare oferite de reglementări și validate de literatura de specialitate, cu o reprezentativitate statistică de 73,5%. *Acest aspect demonstrează ipoteza H1, conform căreia îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare este posibilă în condițiile standardizării metodelor alternative și introducerea acestora în ghidurile metodologice de evaluare în vigoare în România.*

Acest aspect decurge în special din evoluția pieței evaluărilor în perioada post pandemie și în perioada de criză economică, inclusiv sub aspectul ultimilor evenimente de pe piețele bursiere internaționale, care au destabilizat mediul financiar internațional și implicit pe cel din România.

Așadar, suntem de părere că în perioadele de recesiune economică datorată crizelor multiple care au afectat economia globală, se resimte și mai mult, comparativ cu perioadele de stabilitate economică, nevoia părților interesate de creștere a calității divulgării de informații de natură financiară și nefinaciară.

Astfel, profesioniștii evaluatori din România sunt de părere că atât raportarea financiară conform IFRS, cât și raportarea conform reglementărilor naționale pot fi îmbunătățite printr-o divulgare superioară, în special a informațiilor de natură nefinanciară.

Pornind de la aceste constatări, considerăm oportună îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare prin luarea în considerare a informațiilor de natură nefinanciară, care concură la crearea de valoare pentru companie și, prin urmare, această valoare nou creată trebuie evaluată printr-un model alternativ de evaluare.

Având în vedere aceste aspecte, considerăm că organismele de reglementare trebuie să se preocupe în viitor de standardizarea acestor metode de evaluare și publicarea lor în standardele de evaluare și în ghidurile metodologice de evaluare în vigoare în România. Aceste aspect sunt redate în Tabelul 4.4.

Tabelul 4.4. Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	0.862[a]	0.839	0.735	0.129	0.839	4.215	18	97	0.000	1.975
a. Predictors: (Constant), CSRDUoportunitate, ALTEAbordariAplicare, EVAavntj, VJIFRS13vsSEV100, EVAaplicabilit, ALTEAbordari, FondComESG, ALTEAbordariDezavtnj, PerfSustESG, ALTEMetVA, SurseGoodwill, DivulgESG, SITIFRSlipsainf, VAESG, EVAdezavntj, ALTEAbordariPreferinta, ISSBoportunitate, SIT1802lipsainf										
b. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic										

Sursa: Elaborare proprie cu ajutorul SPSS

În ceea ce privește modelarea, putem observa faptul că evoluția variabilei dependente este una valid deteminată de evoluția variabilelor de regresie a modelului, funcția F a schimbării determinate statistic este de 4.215, cu un grad de libertate de 18 asimilat regresiei și 97 de grade de libertate asimilate variabilei reziduale, coeficientul sig. al funcției F fiind zero.

Prin testul Durbin-Watson s-a observat că valoarea coefientului este aproape de 2, ceea ce prezintă o evoluție a asimetriei funcției de regresie ușor spre stânga, dar totuși normală și validă pentru modelul propus.

În ceea ce privește testul ANOVA, observăm faptul că distribuția pătratelor regresiei în total pătrate ale funcței de regresie liniară este una optimă, suma pătratelor fiind majoritar distribuită regresiei cu un număr de grade de libertate de 18 și o medie pătratică de 2.242 pentru o funcție F de 4.215 și un coeficient Sig. care permite validarea ipotezei alternative și

Scanned with OKEN Scanner

respingerea ipotezei nule prin încadrarea în pragul de semnificație a erorilor ales, $\alpha<0,05$. Acest aspect sunt redate în tabelul 4.5.

Tabelul 4.5. Testul ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	80.358	18	2.242	4.215	0.000[b]
	Residual	11.599	97	0.532		
	Total	91.957	115			

a. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic

b. Predictors: (Constant), CSRDUoportunitate, ALTEAbordariAplicare, EVAavntj, VJIFRS13vsSEV100, EVAaplicabilit, ALTEAbordari, FondComESG, ALTEAbordariDezavtnj, PerfSustESG, ALTEMetVA, SurseGoodwill, DivulgESG, SITIFRSlipsainf, VAESG, EVAdezavntj, ALTEAbordariPreferinta, ISSBoportunitate, SIT1802lipsainf

Sursa: Elaborare proprie cu ajutorul SPSS

Aceste aspecte sunt demonstrate de histograma funcției, care prezintă o asimietrie în evoluție sub curba lui Gauss, dar totuși, este bine reprezentată din punct de vedere al distribuției variabilei regresoare pe baza frecvețelor de distribuție a sa. Aceste aspecte sunt redate în figura 4.1.

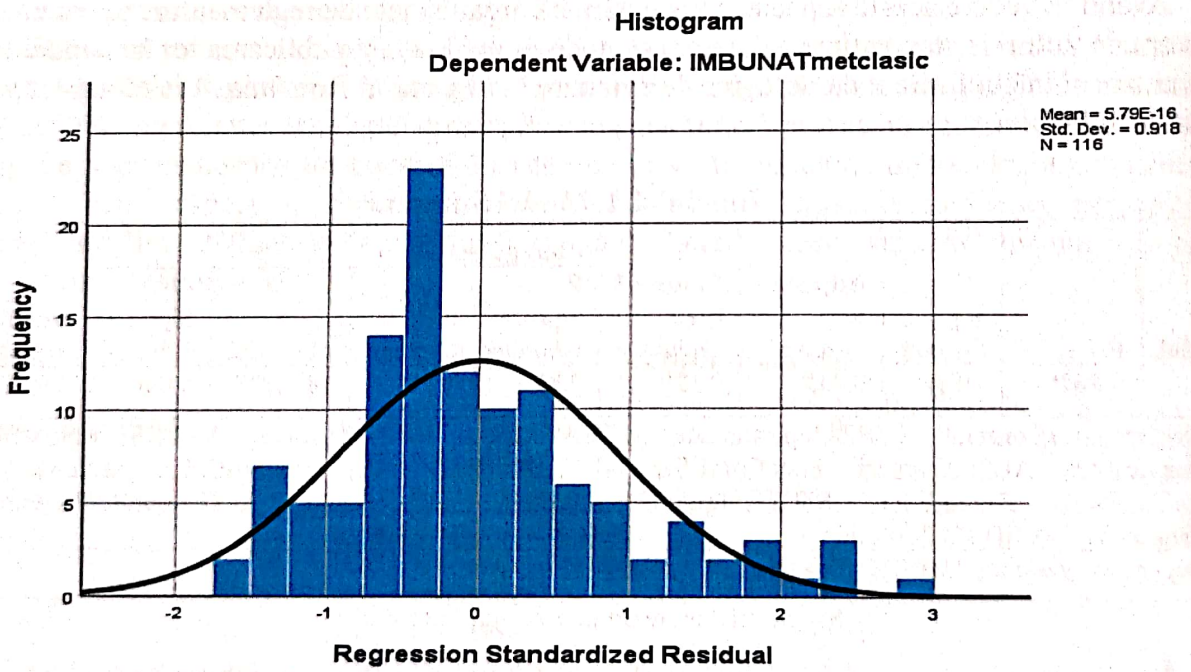


Figura 4.1. Histograma funcției de regresie liniară multiplă

Sursa: Elaborare proprie cu ajutorul SPSS

Diagrama P-P Plot prezintă o variație față de treapta de tendință a opiniei evaluatorilor indiferent de nivelul de experiență deținut, acesta fiind clasificat conform scalei de distribuție între nivelul 1 - experiență minimă și nivelul 7 – experiență îndelungată în profesie. Aceste aspecte sunt redate în figura 4.2.

Scanned with OKEN Scanner

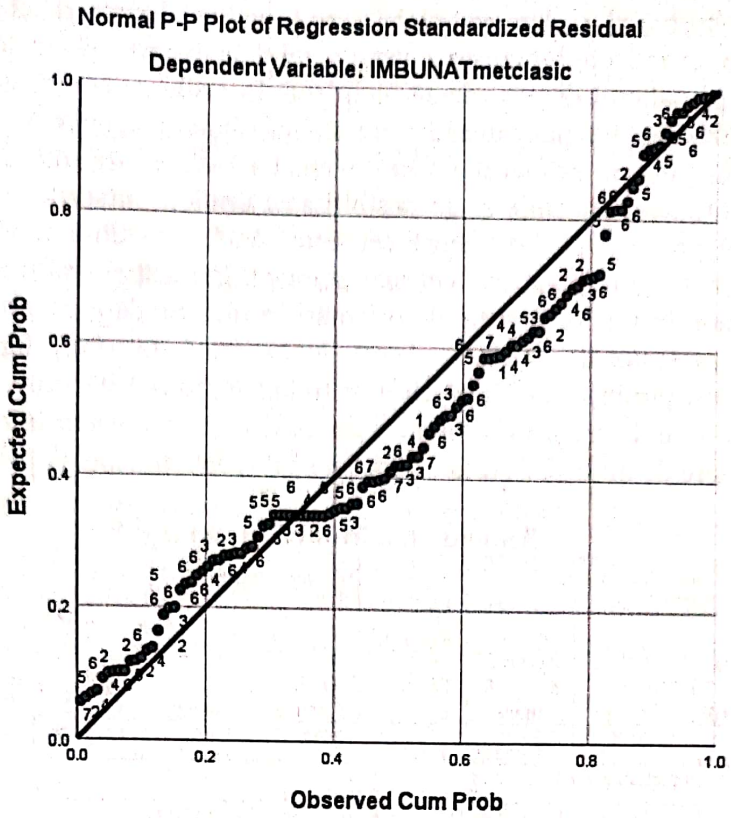


Figura 4.2. Diagrama P-P Plot
Sursa: Elaborare proprie cu ajutorul SPSS

Prin urmare, modelul propus de oportunitate a îmbunătățirii metodelor de evaluare, este apreciat ca fiind unul valid, reprezentativ şi semnificativ pentru fenomenul studiat, în condițiile dezvoltării pieței economiei naționale în condiții de incertitudine şi sub aspectul reglementărilor bazate pe strategii de dezvoltare sustenabilă asumate la nivel comunitar.

Pentru a determina în mod suplimentar precizia modelului pe baza experienței profesionale a evaluatorilor, în cele de urmează, vom proiecta un model segregat de oportunitate bazat pe experiența profesională.

4.4.2. Modelul segregat de oportunitate bazat pe experiența profesională a evaluatorilor de întreprinderi din România

Acest model segregat de oportunitate bazat pe experiența profesională a evaluatorilor, spre deosebire de modelul general, prezintă în detaliu modificările de omogenitate şi distruibuție în funcție de nivelul de experiență în profesie. Am considerat util, în economia lucrării noastre, elaborarea unui model segregat de oportunitate privind îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare, deoarece considerăm că percepția unor specialişti, legate de un fenomen, depinde foarte mult de experiența lor. Astfel, considerăm experiența un factor cheie în aprecierea obiectivă şi veridică de către evaluatori a posibilităților de îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare. Sub acest aspect şi Razali şi colab. (2022)[374], întru-un studiu focusat pe identificarea factorilor de risc în evaluarea companiilor, consideră că judecata şi experiența continuă trebuie să depindă doar de expertiza evaluatorilor individuali. În ceea ce priveşte, nivelul de experiență, considerăm că acesta trebuie corelat cu vârsta evaluatorilor,

[374] Razali, M. N., Jalil, R. A., Achu, K., Ali, H. M. (2022). *"Identification of Risk Factors in Business Valuation"*. Journal of Risk and Financial Management, 15(7), 282.

Scanned with OKEN Scanner

existând un efect observabil şi demonstrat în cadrul analizei bazate pe chestionar, conform căruia, cu cât vârsta respondenţilor creşte, cu atât nivelul de experienţă creşte.

Ca excepţie, pe palierul de experienţă incipientă în evaluare companiei s-a observat că vârsta respondenţilor este una mai ridicată, spre media vârstei respondenţilor, respectiv peste 50 de ani, pe principiul că pe acest palier, evaluatorii cu experienţă care deţineau alte specializări au profitat de pandemie şi de posibilitatea urmării cursurilor online căpătând şi această competenţă profesională, pe lângă celelalte. Astfel, se observă faptul că modelul evaluatorilor cu experienţă minimă este cel mai omogen, întrucât el conţine opiniile cele mai avizate şi cel mai noi, în raport cu ultimile orientări în materie de evaluarea companiei, sub aspectul formării profesionale recente. Acest lucru arată totodată faptul că formarea profesională în cadrul profesiei este una care ar trebui îmbunătăţită prin prezentarea noilor tendinţe în materie de utilizare a informaţiilor de calitate în evaluarea întreprinderii, inclusiv informaţii nefinanciare de tip ESG. Aceste aspecte sunt redate în tabelul 4.6.

Tabelul 4.6. Model Summary[b,c]

Model	R		R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson Statistic	
	Experienta = 1 (Selected)	Experienta ~= 1 (Unselected)				R Square Change	F Change	df 1	df 2	Sig. F Change	Experienta = 1 (Selected)	Experienta ~= 1 (Unselected)
2	0.999[a]	0.159	0.998	0.996	0.000	0.998	2.799	12	0	0	2.000	1.646

a. Predictors: (Constant), CSRDUoportunitate, EVAdezavntj

b. Unless noted otherwise, statistics are based only on cases for which **Experienta = 1 – sub 1 an.**

c. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic

Model	R		R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson Statistic	
	Experienta = 2 (Selected)	Experienta ~= 2 (Unselected)				R Square Change	F Change	df 1	df 2	Sig. F Change	Experienta = 2 (Selected)	Experienta ~= 2 (Unselected)
2	0.998[a]	0.317	0.996	0.991	0.001	0.996	2.793	14	0	0	1.982	1.923

a. Predictors: (Constant), CSRDUoportunitate, VJIFRS13vsSEV100, EVAavntj, DivulgESG, SurseGoodwill, EVAaplicabilit, PerfSustESG, FondComESG, SIT1802lipsainf, ALTEAbordari, ALTEAbordariDezavtnj, ALTEAbordariPreferinta, VAESG, EVAdezavntj

b. Unless noted otherwise, statistics are based only on cases for which Experienta = 2 – între 1 şi 5 ani.

c. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic

Model	R		R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson Statistic	
	Experienta = 3 (Selected)	Experienta ~= 3 (Unselected)				R Square Change	F Change	df 1	df 2	Sig. F Change	Experienta = 3 (Selected)	Experienta ~= 3 (Unselected)
2	0.891[a]	0.310	0.883	0.878	0.007	0.883	2.476	12	1	0.000	2.207	2.074

a. Predictors: (Constant), CSRDUoportunitate, VJIFRS13vsSEV100, DivulgESG, FondComESG, ALTEAbordariPreferinta, ALTEAbordariAplicare, ALTEAbordariDezavtnj, EVAavntj, VAESG, SurseGoodwill, ALTEMetVA, EVAaplicabilit

b. Unless noted otherwise, statistics are based only on cases for which Experienta = 3 – între 6 şi 10 ani.

c. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic

Model	R		R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson Statistic	
	Experienta = 4 (Selected)	Experienta ~= 4 (Unselected)				R Square Change	F Change	df 1	df 2	Sig. F Change	Experienta = 4 (Selected)	Experienta ~= 4 (Unselected)
2	0.894[a]	0.278	0.800	0.768	1.565	0.800	0.267	15	1	0.009	2.643	1.571

a. Predictors: (Constant), CSRDUoportunitate, ALTEAbordariPreferinta, FondComESG, ALTEAbordariDezavtnj, EVAavntj, DivulgESG, PerfSustESG, EVAaplicabilit, VAESG, ALTEAbordari, VJIFRS13vsSEV100, EVAdezavntj, SIT1802lipsainf, ISSBoportunitate, ALTEMetVA

b. Unless noted otherwise, statistics are based only on cases for which Experienta = 4 – între 11 şi 15 ani.

c. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic

Scanned with OKEN Scanner

Model	R		R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson Statistic	
	Experienta = 5 (Selected)	Experienta ~= 5 (Unselected)				R Square Change	F Change	df 1	df 2	Sig. F Change	Experienta = 5 (Selected)	Experienta ~= 5 (Unselected)
2	1.000[a]	0.035	1.000	1.000	0.000	1.000	2.804	17	1	0	2.541	1.472

a. Predictors: (Constant), CSRDUoportunitate, EVAdezavntj, FondComESG, ALTEAbordariDezavtnj, ALTEAbordariAplicare, DivulgESG, ALTEAbordari, EVAaplicabilit, ALTEMetVA, VJIFRS13vsSEV100, SIT1802lipsainf, ALTEAbordariPreferinta, SurseGoodwill, PerfSustESG, SITIFRSlipsainf, VAESG, EVAavntj

b. Unless noted otherwise, statistics are based only on cases for which Experienta = 5 – între 16 şi 20 ani.

c. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic

Model	R		R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson Statistic	
	Experienta = 6 (Selected)	Experienta ~= 6 (Unselected)				R Square Change	F Change	df 1	df 2	Sig. F Change	Experienta = 6 (Selected)	Experienta ~= 6 (Unselected)
2	.724[a]	0.428	0.525	0.468	0.804	0.525	1.471	18	24	0.186	1.930	2.283

a. Predictors: (Constant), CSRDUoportunitate, EVAaplicabilit, VJIFRS13vsSEV100, SurseGoodwill, FondComESG, ALTEMetVA, PerfSustESG, ALTEAbordariPreferinta, ALTEAbordariAplicare, ALTEAbordariDezavtnj, DivulgESG, EVAavntj, ALTEAbordari, SIT1802lipsainf, VAESG, ISSBoportunitate, EVAdezavntj, SITIFRSlipsainf

b. Unless noted otherwise, statistics are based only on cases for which Experienta = 6 – între 21 şi 30 ani.

c. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic

Model	R		R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson Statistic	
	Experienta = 7 (Selected)	Experienta ~= 6 (Unselected)				R Square Change	F Change	df 1	df 2	Sig. F Change	Experienta = 6 (Selected)	Experienta ~= 6 (Unselected)
2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

a. Predictors: (Constant), CSRDUoportunitate, EVAaplicabilit, VJIFRS13vsSEV100, SurseGoodwill, FondComESG, ALTEMetVA, PerfSustESG, ALTEAbordariPreferinta, ALTEAbordariAplicare, ALTEAbordariDezavtnj, DivulgESG, EVAavntj, ALTEAbordari, SIT1802lipsainf, VAESG, ISSBoportunitate, EVAdezavntj, SITIFRSlipsainf

b. Unless noted otherwise, statistics are based only on cases for which Experienta = 7 – peste 30 de ani.

c. Dependent Variable: IMBUNATmetclasic

Sursa: Elaborare proprie cu ajutorul SPSS

Cu cât nivelul de experienţă creşte, nivelul de omogenitate al funcţiei de regresie scade, acest aspect demonstrând pe de o parte nivelul cunoştinţelor şi pe de altă parte, nivelul de acceptare a realităţii pieţei este diferit reprezentat, în funcţie de experienţa respondenţilor.

În straturile superioare ale experienţei profesionale (nivelurile 5, 6 şi 7), se constată o revenire la o omogenitate a modelului, în sensul unor răspunsuri mai omogene şi a unor coeficienţi Pearson mai bine corelaţi între aceştia, matricea de corelaţie Pearson fiind mai bine reprezentată pe nivelurile superioare decât pe nivelul 2, 3 şi 4 al palierului de experienţă profesională.

Aceste aspecte denotă faptul că evaluatorii experimentaţi au identificat mai omogen factorii care pot cotribui în cea mai mare măsura la îmbunătăţirea metodelor clasice de evaluare.

Pentru o mai bună reprezentare a influenţei variabilei *"experienţa evaluatorilor asupra variabilei dependente şi independente ale modelului de oportunitate bazat pe experienţa profesională a evaluatorilor"*, am procedat şi la realizarea unei Histograme a corelaţiilor Pearson ale modelului, conform figurii 4.3.

Scanned with OKEN Scanner

Posibilitatea de îmbunătățire a metodele de evaluare oferite de reglementări și validate de literatura de specialitate								
Pearson Correlation	a) Sub 1 an	b) Între 1 si 5 ani	c) Între 6 si 10 ani	d) Între 11 si 15 ani	e) Între 16 si 20 de ani	f) Între 21 si 30 de ani	g) Peste 31 de ani	Histograma corelațiilor Pearson a modelului
ALTEAbordari	1.000	-0.033	-0.432	-0.173	0.072	-0.220	0	
ALTEAbordariAplicare	0	0	-0.440	0	-0.047	0.283	0	
ALTEAbordariDezavtnj	1.000	0.414	0.336	-0.135	-0.121	0.112	0	
ALTEAbordariPreferinta	-0.500	0.079	-0.390	0.084	-0.255	-0.057	0	
SurseGoodwill	0.500	0.080	-0.023	0.117	0.163	-0.127	0	
ALTEMetVA	-0.945	-0.363	-0.076	0.352	-0.307	-0.186	0	
EVAaplicabilit	1.000	0.410	-0.099	-0.078	-0.153	-0.152	0	
EVAavntj	0.988	0.041	-0.152	0.183	-0.129	-0.156	0	
EVAdezavntj	0.693	-0.158	-0.223	0.260	0.335	-0.151	0	
SITIFRSlipsainf	-1.000	0.232	0.585	0.030	0.336	0.190	0	
SIT1802lipsainf	-0.500	0.232	0.488	0.366	0.509	0.252	0	
VJIFRS13vsSEV100	1.000	-0.138	0.730	0.311	0.465	0.153	0	
DivulgESG	0.500	0.294	-0.309	0.162	-0.381	-0.103	0	
PerfSustESG	1.000	0.385	0.606	0.782	0.409	0.445	0	
VAESG	-0.277	-0.059	-0.084	-0.255	-0.211	-0.233	0	
FondComESG	0.000	0.150	-0.099	-0.239	0.163	-0.043	0	
ISSBoportunitate	0.500	-0.102	0.481	0.308	0.553	0.552	0	
CSRDUoportunitate	0.500	-0.217	0.252	0.139	0.542	0.322	0	

Figura 4.3. Histograma corelațiilor Pearson ale modelului segregat de oportunitate privind îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare bazat pe experiența profesională a EI

Sursa: Elaborare proprie cu ajutorul SPSS

Histograma de corelație Pearson din figura de mai sus confirmă cele menționate anterior, conform cărora, evaluatorii cu experință au furnizat răspunsuri mai omogene și mai articulate la necesitățile actuale de îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare a companiei prin includerea informațiilor nefinanciare (de tip ESG) în modelele de evaluare a companiei.

Aceste aspect rezidă și din faptul că respondenții au declarat faptul că un grad mai mare de divulgare a informațiilor nefinanciare conduce la crearea de valoare pentru companie și astfel se impune găsirea unor metode alternative de evaluare care să poată surprindă în estimarea valorii globale a companiei și acest plus de valoare adăugat prin creșterea calității divulgării acestor informații.

4.5. Concluzii rezumative

Realizarea modelului statistic de modelare a oportunității dezvoltării metodelor clasice de evaluare ne-au permis realizarea unei imagini de ansamblu privind percepția evaluatorilor români de întreprinderi, legate de avantajele și dezavantajele acestora, dar și a identificării unor posibilități de optimizare a acestora prin recurgerea la metode alternative de evaluare.

În acest sens, rezultatele modelării statistice arată o disponibilitate ridicată a evaluatorilor privind posibilitățile de îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare, demonstrându-se faptul că, în optica lor, entitățile care vor crește gradul de divulgare informațională atât cu informații financiare, cât și cu informații nefinanciare de tip ESG, vor înregistra o creștere a performanței

Scanned with OKEN Scanner

sustenabile, precum și o creștere a valorii globale a acestor companii ca urmare a creșterii elementelor de goodwill.

De asemenea, un grad ridicat de divulgare a ESG va conduce la o atractivitate ridicată a companiei pentru investitori, generată de un nivel redus de risc asociat acestor investiții în companii care raportează ESG. În acest sens, evaluatorii consideră că un pas înainte important în acest sens va fi reprezentat de implementarea Standardelor internaționale de sustenabilitate, care vor genera schimbări de paradigmă contabilă, dar și de evaluare a companiilor în acord cu IVS și va conduce inevitabil la modificarea IVS și a SEV din România. De asemenea, în optica evaluatorilor, adoptarea standardelor de sustenabilitate va conduce la un grad ridicat de omogenitate a raportărilor și că emiterea acestora și adoptarea lor de către entități, va impune găsirea unor noi modalități de evaluare a companiilor prin luarea în considerare, în modelele de evaluare, și a informațiilor privind sustenabilitatea. *Considerăm că un grad ridicat de divulgare informațională concură la crearea de valoare pentru companie și, prin urmare, această valoare nou creată trebuie evaluată printr-un model alternativ de evaluare.*

Tot în acest sens, evaluatorii au identificat, ca factor important de îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare, și necesitatea unificării din punct de vedere conceptual a criteriului de evaluare conform valorii juste, prezent în IFRS 13 cu cel din Standardul de evaluare SEV 100, aspect considerat relevant în practica evaluării companiilor. Cu toate că profesioniștii evaluatori consideră că recurgerea la metode alternative de evaluare ar conduce inevitabil la îmbunătățirea metodelor clasice de evaluare, rezultatele au demonstrat o neaplicare a acestora în practică datorită faptului că acestea nu sunt premise de reglementările actuale în materie de evaluare a bunurilor. Aceste aspecte implică o necesitate stringentă de modificare a standardelor de evaluare a bunurilor prin recurgerea la metode alternative de evaluare, în acord cu tendințele și strategiile actuale la nivel de dezvoltare sustenabilă. *Astfel, considerăm că sarcina îmbunătățirii standardelor de evaluare rămâne atributul exclusiv al organismelor de reglementare.*

Modelul segregat de oportunitate bazat pe experiența profesională a evaluatorilor confirmă, mai ales în straturile superioare de experință, necesitatea unei îmbunătățiri a metodelor clasice de evaluare prin includerea informațiilor de tip ESG în modelele de evaluare a companiei, ca urmare a necesității estimării valorii globale a acesteia și prin prisma valorii nou create dată de o divulgare superioară a acestor informații.

Având în vedere aceste constatări, considerăm că se impune găsirea unor modalități alternative de estimare a valorii globale a unei entități, aspecte care au fost validate atât de profesioniștii evaluatori din România, cât și de literatura de specialitate relevantă pe topicul analizat, și care au reprezentat dezideratul nostru din capitolul 5 al lucrării de față. Sub acest aspect, considerăm că studiul poate fi util în primul rând organismelor de reglementare în materie de evaluare a companiei, mediului academic, dar și managerilor și altor părți interesate care pot astfel să-și fundamenteze mult mai bine deciziile lor în ceea ce privește evaluarea companiei.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 5. DEZVOLTAREA UNUI MODEL DE AJUSTARE A VALORII GLOBALE A COMPANIILOR COTATE LA BURSA DE VALORI BUCUREŞTI PE BAZA INFORMAȚIILOR FINANCIARE ŞI A INFORMAȚIILOR DE MEDIU, SOCIALE ŞI DE GUVERNANȚĂ

5.1. Contextul cercetării

În actualul context macro-economic, caracterizat de manifestarea unor crize suprapuse şi de instabilitatea pieţelor de capital, este necesar, mai mult ca oricând, ca entitățile să-şi asigure reziliența şi sustenabilitatea financiară. Din acest motiv, acestea au fost preocupate în ultimii ani de investiții sustenabile şi responsabile social (ISRS), cu accent pe investiții în domeniul protecției mediului, în domeniul social şi de creştere a calității guvernanței corporative (Enviromental, Social and Corporate governance - ESG), precum şi de găsirea unor modalități de raportare a acestor informații privind sustenabilitatea, pentru a satisface exigențele informaționale din ce în ce mai eterogene ale investitorilor dar şi a celorlate părți interesate.

Prin urmare, atât organismele de reglementare, cât şi teoreticienii au fost preocupați de găsirea unor soluții în ceea ce priveşte raportarea informațiilor privind sustenabilitatea de către entități. Un răspuns la aceste preocupări a fost oferit recent de către organismele internaționale şi europene de reglementare contabilă prin publicarea Standardele Internaționale de Sustenabilitate, a Standardelor europene de raportare privind dezvoltarea durabilă (ESRS), precum şi a Directivei UE privind raportarea corporativă de sustenabilitate (CSRD). Considerăm că aceste reglementări, care impun creşterea gradului de divulgare informațiilor de mediu, sociale şi de guvernanță (ESG), precum şi riscurile şi oportunitățile generate de activitatea companiilor asupra mediului şi oamenilor, precum şi influența mediului extern asupra procesului de creare de valoare al companiei, vor crea mutații profunde la nivel de raportare financiară, cu efecte importante asupra companiilor şi a modului de evaluare a sustenabilității lor. Acesta reprezintă şi contextul cercetării de față. În acest sens, scopul acestui capitol este reprezentat de dezvoltarea unui model de ajustare a valorii globale a companiilor cotate la Bursa de Valori Bucureşti pe baza informațiilor financiare şi a informațiilor de mediu, sociale şi de guvernanță (ESG).

Pentru realizarea scopului dedus cercetării au fost stabilite următoarele obiective:

O1. Realizarea a trei indici individuali de divulgare a informațiilor de mediu (E), sociale (S) şi de guvernanță (G).

O2. Realizarea unui indice general de estimare a valorii globale pentru firmele cotate la BVB pentru perioada 2015-2021, pe baza informațiilor financiare;

O3. Realizarea unui indice parțial de estimare a valorii globale pentru firmele cotate la BVB, aferent perioadei 2015-2018, pe baza informațiilor financiare;

O4. Realizarea unui indice general de estimare a valorii globale pentru perioada 2019-2021, pe baza informațiilor financiare şi a informațiilor de tip ESG.

Metodologia cercetării a vizat: 1) trecerea în revistă a studiilor şi a rezultatelor empirice obținute de cercetători în ceea ce priveşte problematica estimării valorii globale a companiilor cu accent pe influența factorilor ESG asupra valorii globale a acestora şi fundamentarea ipotezelor de lucru; 2) construirea a două baze de date şi extragerea eşantioanelor de lucru, definirea variabilelor țintă şi identificarea instrumentelor de cercetare adecvate.

Cercetarea aduce un element de originalitate în literatura de specialitate prin faptul că include, pe lângă indicatori financiari de apreciere a performanței şi sustenabilității financiare a companiilor şi scorul ESG, ca variabile independente de estimare a valorii globale a entităților cotate la BVB. *Conform cercetărilor întreprinse până în prezent, nu am identificat în România nici un alt studiu pe această problematică.*

Scanned with OKEN Scanner

5.2. Recenzia literaturii de specialitate privind impactul factorilor ESG asupra valorii globale a companiei prin intermediul analizei bibliometrice și a meta-analizei

Pe baza studierii unui volum important de studii de specialitate, axate pe problematicele care derivă din procesul de evaluare a companiilor, apreciem faptul că acest proces este unul deosebit de complex, determinat de o multitudine de factori care trebuie luați în considerare, precum și de schimbările apărute recent la nivelul pieţelor financiare internaţionale, în contextul exacerbării unor perioade de recesiune și instabilitate economică (ne referim aici la impactul crizei sanitare, crizei economice, crizei geo-politice, crizei energetice asupra economiilor statelor lumii). În acest sens, considerăm că această complexitate a evaluării companiei nu rezidă doar din măsurarea valorii globale a companiei, *ci mai degrabă din indentificarea și estimarea factorilor ce determină această valoare.*

Astfel, considerăm că se impune identificarea tuturor factorilor de natură financiară și mai ales de natură nefinanciară, care influențează performanța companiei și *implicit conduc la creșterea valorii globale a acesteia.*

În sensul celor precizate anterior, sub acest ultim aspect, am observat faptul că, în ultimul deceniu, factorii nefinanciari de tip ESG au devenit esențiali în evaluarea performanței și a valorii unei companii[375]. Aceștia sunt utilizați în prezent pentru evaluarea impactului activității companiilor asupra mediului înconjurător, a comunității în care compania activează, dar și a modului în care companiile sunt guvernate. Informațiile de tip ESG divulgate de către companii în cadrul raportării nefinanciare (prin intermediul bilanțului de sustenabilitate sau a altor tipuri de raportare nefinanciară) sunt utilizate în prezent în procesul de fundamentare a investițiilor efectuate, sprijinind investitorii din întreaga lume în luarea unor decizii mai informate cu privire la investițiile lor. De asemenea, în optica noastră, acești factori ESG pot fi utilizați și de către companie ca instrument managerial menit să conducă la îmbunătățirea performanței și atragerea investitorilor.

Din acest punct de vedere, considerăm că este importantă evaluarea separată a impactului fiecăruia dintre cei trei factori (E, S și G) asupra valorii globale a companiei, deoarece în funcție de domeniul de activitate în care compania activează, un factor poate avea o pondere diferită în crearea de valoare adăugată asupra companiei, în comparație cu ceilalți doi factori. Considerăm că această evaluare separată este importantă din perspectivă managerială, întrucât, din punctul nostru de vedere, *factorii ESG nu mai pot fi ignorați, ci trebuie incluși în strategiile de afaceri pe termen lung.*

Astfel, în ceea ce privește *factorii de mediu,* aceștia sunt adesea strâns legați de sustenabilitatea resurselor, emisiile de carbon și modalitatea de gestionare a deșeurilor[376]. Ținând cont de contextul economic actual, în care schimbările climatice, degradarea resurselor și chiar epuizarea lor, constituie amenințări tot mai ridicate pentru economiile mondiale și implicit pentru companii, suntem de părere că acestea trebuie să-și gestioneze cât mai eficient impactul asupra mediului, prin intermediul unei viziuni orientate spre sustenabilitate, beneficiind astfel de avantaje competitive și de evaluări mai favorabile din partea investitorilor[377].

Factorii sociali au în vedere relațiile formate între companie și celelalte părți interesate reprezentați de angajați, clienți, furnizori, dar și comunitățile în care acestea operează[378]. Astfel,

---

[375] Eccles, R. G., Ioannou, I., Serafeim, G. (2014). "*The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance*", Management science, 60(11), 2835-2857.

[376] Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., Yang, Y. G. (2011). *"Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting"*. The accounting review, 86(1), 59-100.

[377] Guenster, N., Bauer, R., Derwall, J., Koedijk, K. (2011). *"The economic value of corporate eco-efficiency"*. European financial management, 17(4), 679-704.

[378] Görg, H., Henningsen, A., Hiller, S. (2016). *"The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans"*. Journal of Banking & Finance, 70, 134-152.

Scanned with OKEN Scanner

aspecte precum responsabilitatea socială corporativă (CSR), satisfacţia clienţilor şi a angajaţilor, diversitatea forţei de muncă, reprezintă factori care contribuie la o percepţie pozitivă asupra valorii globale a companiei[379]. Cu alte cuvinte, companiile care se caracterizează printr-o abordare robustă în privinţa factorilor sociali în strategiile lor de afaceri vor genera valoare pe termen lung şi îşi pot diminua riscurile reputaţionale[380].

Factorii de guvernanţă corporativă se referă la calitatea proceselor, a sistemelor şi a structurilor de control intern care îndrumă şi monitorizează activităţile companiei.[381] O guvernanţă corporativă eficientă, care include transparenţă, etică şi responsabilitate, poate îmbunătăţi evaluarea unei companii şi poate atrage noi investitori[382].

Considerăm că această creştere în importanţă a factorilor ESG, în ultimii ani, se datorează în mare parte schimbărilor demografice şi climatice, a presiunilor şi a exigenţelor informaţionale din ce în ce mai ridicate exercitate de părţile interesate, precum şi a conştientizării din ce în ce mai ridicate a legăturilor dintre factorii ESG şi creşterea performanţei financiare[383] a companiilor care aleg să-i integreze în strategiile de afaceri.

Datorită aspectelor menţionate mai sus, dar în special a legăturii dintre factorii ESG şi creşterea performanţei financiare, rezidă şi importanţa analizei modului în care factorii ESG influenţează performanţa financiară a companiilor, precum şi importanţa includerii lor în metodele de evaluare ale companiilor, dat fiind faptul că aceştia conduc la obţinerea unui avantaj competitiv de necontestat şi implicit la o valoare globală superioară a companiei.

Obţinerea avantajului competitiv nu poate fi realizat decât printr-un management eficient al costurilor, prin raţionalizarea consumului la nivelul entităţii şi adoptarea eficientă a deciziilor[384], precum şi prin intermediul unor strategii de comunicare adecvate acestui scop (divulgarea iniţiativelor ESG), strategii care vor conduce la creşterea performanţei sustenabile a entităţii.

Prin urmare, considerăm că orice avantaj competitiv sau orice influenţă semnificativă asupra performanţei financiare ar trebui luată în calcul în realizarea unei evaluări exhaustive şi strategice a oricărei companiei. Astfel, *scopul principal al acestui capitol, aşa cum am precizat anterior, rezidă din problematica îmbunătăţirii metodelor de evaluare a companiilor prin includerea factorilor E, S şi G în modelele de evaluare, pentru a se obţine în acest fel o estimare mult mai bună a valorii globale a unei companii, având în vedere faptul că aceştia concură la crearea de valoare adăugată şi se impune şi estimarea acestei valori nou create.* Considerăm faptul că, prin includerea acestor factori în modelele de evaluare a companiilor, atât sub forma unui index agregat, dar şi a scorurilor individuale E, S şi G, se poate realiza o evaluare mai corectă a companiei în contextul actual, deoarece se iau în considerare o gamă mai largă de indicatori, care ajută la o înţelegere mai bună a riscurilor şi oportunităţilor pe termen mediu şi lung şi contribuie la o evaluare mai corectă şi durabilă a valorii globale a companiei[385].

---

[379] Edmans, A. (2011). *"Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices"*. Journal of Financial economics, 101(3), 621-640.

[380] Plenderleith, J., Adamson, I. (2013). *"The financial impact of corporate social responsibility: UK evidence"*. The European Journal of Finance, 19(7-8), 634-651.

[381] Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., Lee, J. H. (2015). *"Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle"*. Academy of Management Annals, 9(1), 483-573.

[382] Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A. (2009). *"What matters in corporate governance?"*. The Review of financial studies, 22(2), 783-827.

[383] Kotsantonis, S., Pinney, C., Serafeim, G. (2016). *"ESG integration in investment management: Myths and realities"*. Journal of Applied Corporate Finance, 28(2), 10-16.

[384] Mihaila, S., Codrean, V., Socoliuc, M. I. (2022). *"Some theoretical-practical considerations regarding the calculation method based on the concept of cost on activities"*. European Journal of Accounting, Finance & Business, 10(2), 29-37.

[385] Amel-Zadeh, A., Serafeim, G. (2018). *"Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey"*. Financial Analysts Journal, 74(3), 87-103.

Scanned with OKEN Scanner

5.2.1. Analiza bibliometrică a studiilor de specialitate focusate pe topicul "ESG" and "company valuation" and "valuation methods"

Analiza bibliometrică sau scientometrică este o metodă utilizată în analiză cantitativă a lucrărilor ştiinţifice, ca de exemplu cărţi, articole, brevete etc., cu scopul de a determina diverse aspecte ale ştiinţei, adică a importanţei şi a impactului acestora dintr-un anumit domeniu de studiu[386,387].

Această metodă se bazează pe colectarea şi procesarea informaţiilor de tip bibliometric, ca de exemplu: cantitatea de publicaţii, numărul de citări, factorul de impact al revistelor, dar şi alţi parametri. Având în vedere aceste beneficii ale bibliometriei, în continuare vom folosi acest tip de analiză pentru a releva aspecte importante în demersul nostru de cercetare precum: cronologia publicaţiilor, tematicile cele mai des întâlnite şi abordate de cercetători, dar şi legăturile dintre cuvintele cheie din aceste lucrări.

Pentru realizarea acestei analize am utilizat ca bază ştiinţifică de date, platforma Web Of Science, deoarece reprezintă baza de date cea mai relevantă din punct de vedere a calităţii lucrărilor ştiinţifice publicate. Pentru efectuarea analizei, criteriul de căutare al lucrărilor a fost reprezentat de următoarele cuvinte cheie, respectiv: "ESG" and "*company valuation*" and "*valuation methods*". Căutarea s-a realizat la data 26.04.2023, iar în urma acestei căutări în condiţiile prezentate, au fost selectate un număr de 69 lucrări ştiinţifice relevante pentru a fi prelucrate şi analizate.

Observăm faptul că cercetările ştiinţifice pe problematica ESG şi influenţei acestora în evaluarea companiilor a fost aproape inexistentă până în anul 2018, aspect redat şi în figura 5.1. După această perioadă, analiza bibliometrică efectuată a relevat un uşor trend ascendent al publicaţiilor pe aceste tematici, cunatificat prin intermediul numărului de lucrări ştiinţifice, ajungând, la nivelulul anului 2022, la peste 25 de lucrări ştiinţifice. Această creştere accentuată a numărului de publicaţii axate pe influenţa factorilor ESG asupra valorii globale a companiilor denotă faptul că această problematică de cercetare este una actuală şi care prezintă un interes din ce în ce mai accentuat din partea cercetătorilor internaţionali.

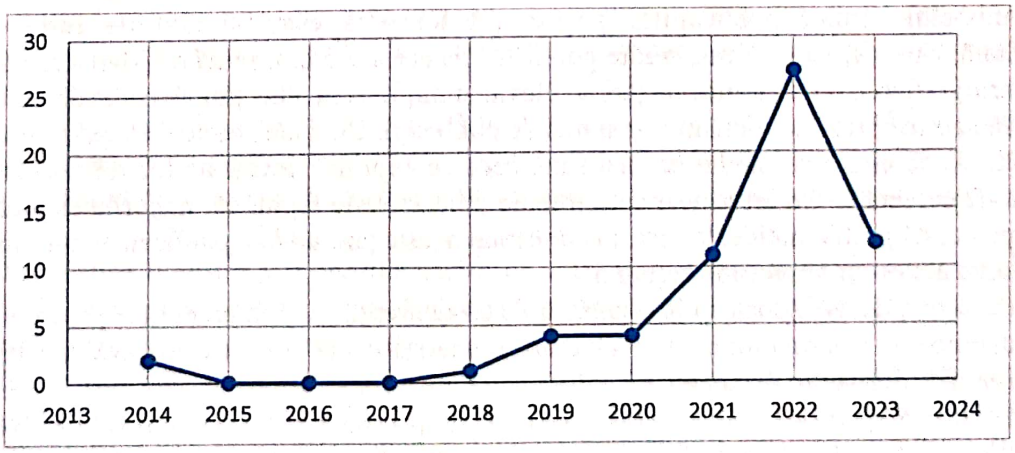


Figura 5.1. Lucrări publicate în perioada 2012-2023 pe topicul "ESG" and " company valuation" and "valuation methods"

Sursa: Elaborare proprie pe baza datelor din Web of Science

[386] Sooryamoorthy, R. (2020). "*Scientometrics for the humanities and social sciences*". Routledge.

[387] Ellegaard, O., Wallin, J. A. (2015). "*The bibliometric analysis of scholarly production: How great is the impact?*". Scientometrics, 105, 1809-1831.

Scanned with OKEN Scanner

Prezintă interes pentru cercetarea noastră şi originea lucrărilor, de aceea în continuare vom analiza şi ţările care au abordat cel mai mult acest subiect în literatura de specialitate. Pentru a facilita acest lucru, am realizat o cartografiere a ţărilor care au contribuit în toţi aceşti ani la literatura de specialitate, aspecte care sunt redate mai jos în figura 5.2, astfel:

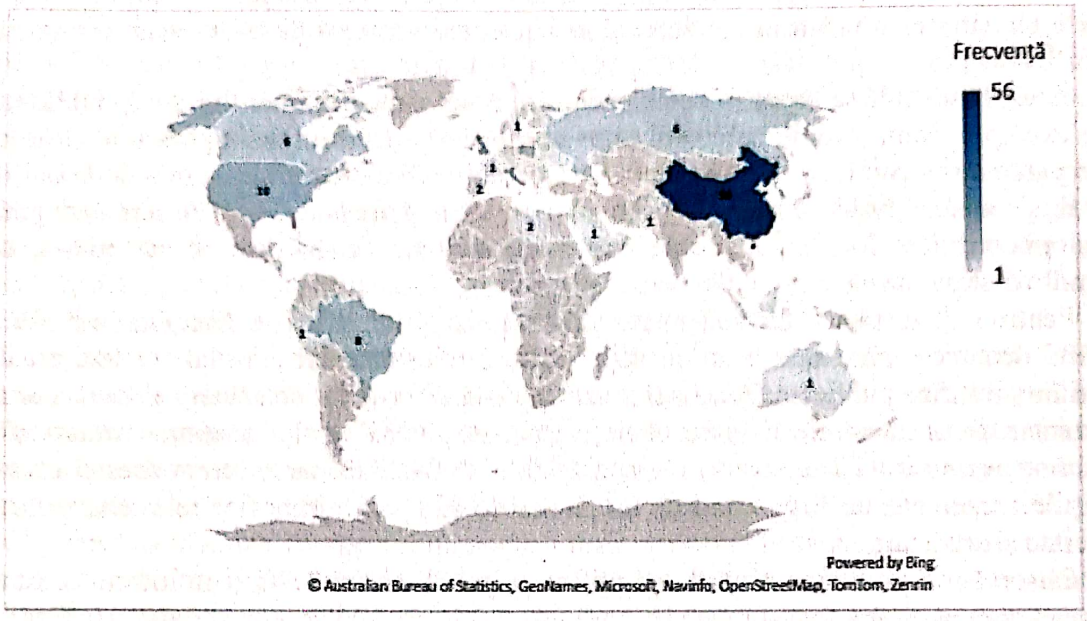


Figura 5.2. Originea lucrări ştiinţifice pe tematica "ESG" and "company valuation" and "valuation methods".

Sursa: Elaborare proprie pe baza datelor din Web of Science

Prin vizualizarea figurii 5.2, putem observa faptul că cercetările care abordează influenţa factorilor ESG asupra valorii globale a companiilor sunt răspândite, în special în Europa, Asia şi America de Nord, ceee ce denotă că acest subiect de cercetare reprezintă un domeniu de interes mondial. Topul publicaţiilor pe această tematică este asigurat de către China continentală, care deţine cele mai multe publicaţii pe acest topic, urmată de Marea Britanie şi Italia. Cartografierea publicaţiilor pe ţări, a relevat şi implicarea altor ţări, în cercetări pe acestă temă, însă acestea prezintă un număr mai mic de publicaţii. Cu toate acestea, ele păstrează cifre semnificative de citare pe medie normalizată, ceea ce exprimă influenţa lor ridicată în acest domeniu de cercetare. Un alt aspect care trebuie precizat este faptul că, majoritatea lucrărilor apărute pe acestă problematică, la care au contribuit aceste ţări, au fost publicate în ultimii cinci ani, aşa cum am putut observa în figura 5.1.

Am recurs, de asemenea, şi la o analiză de co-ocurenţă a cuvintelor cheie pentru a putea descrie compoziţia şi structura internă a lucrărilor analizate, dar şi pentru a dezvălui subiectele de anvergură[388] dezbătute de autori.

Prin urmare, pentru a realiza acest deziderat, am procedat la bifarea în softul VOSviewer a opţiunilor "Toate cuvintele cheie" şi "Numărare completă", ceea ce ne-a permis obţinerea unui peisaj intelectual holistic al cercetărilor referitoare la influenţa factorilor ESG asupra valorii globale a companiilor. Prin urmare, clusterele rezultate în urma prelucrării datelor poate fi observată în figura 5.3.

[388] Van Eck, N. J., Waltman, L. (2010). "*Software for visualizing bibliometric networks. In Measuring Scholarly Impact*", Springer, Cham.

Scanned with OKEN Scanner

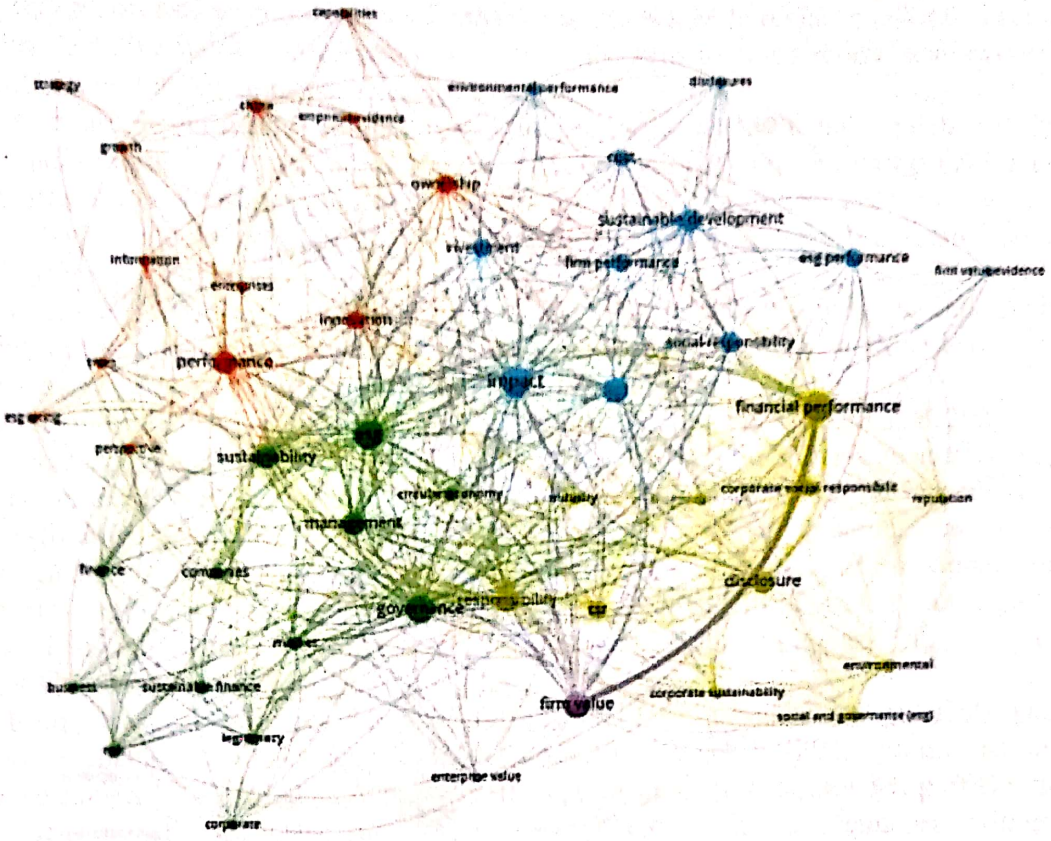


Figura 5.3. Cartografierea cuvintelor-cheie şi a legăturilor formate
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul VOSviewer

Aşa cum putem observa în figura de mai sus, în literatura de specialitate, pe topicul ales de noi, există 5 clustere principale sau tematici importante. Astfel, clusterul cu cele mai multe cuvinte cheie este cel de culoare albastră şi are în vedere următoarele: *sustainable development, ESG performance, impact* etc.

Acest lucru denotă importanţa cercetărilor efectuate pe topicul dezvoltării sustenabile şi a asocierii acesteia cu performanţa ESG, câmp de cercetare în care se situează şi cercetarea noastră, *focusată pe impactul factorilor ESG asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB.*

Din analiza figurii 5.3, a rezultat faptul că acest cluster este puternic legat de clusterul numărul 4 (de culoare galbenă), care are în componenţa sa cuvinte cheie, precum: *financial performance, disclosure, responsability.*

Aceste aspecte, semnifică faptul că publicaţiile au relevat o legătură puternică între performanţa financiară, transparenţă, impact şi factorii ESG, *aspecte care prezintă şi pentru noi un interes ridicat, deoarece ne vor ajuta la formularea ipotezelor cercetării, în acord cu implicaţiile factorilor ESG asupra valorii globale a companiilor şi a dezvoltării lor sustenabile.*

Alte clustere importante sunt clusterul 5, care are 2 componente, dar cu legături puternice cu celelalte clustere, respectiv *firm value şi company valuation.* Pentru o mai bună reprezentare a acestei legături am realizat figura 5.4, cu legăturile dintre *firm value* şi celelalte cuvinte cheie evidenţiate.

Scanned with OKEN Scanner

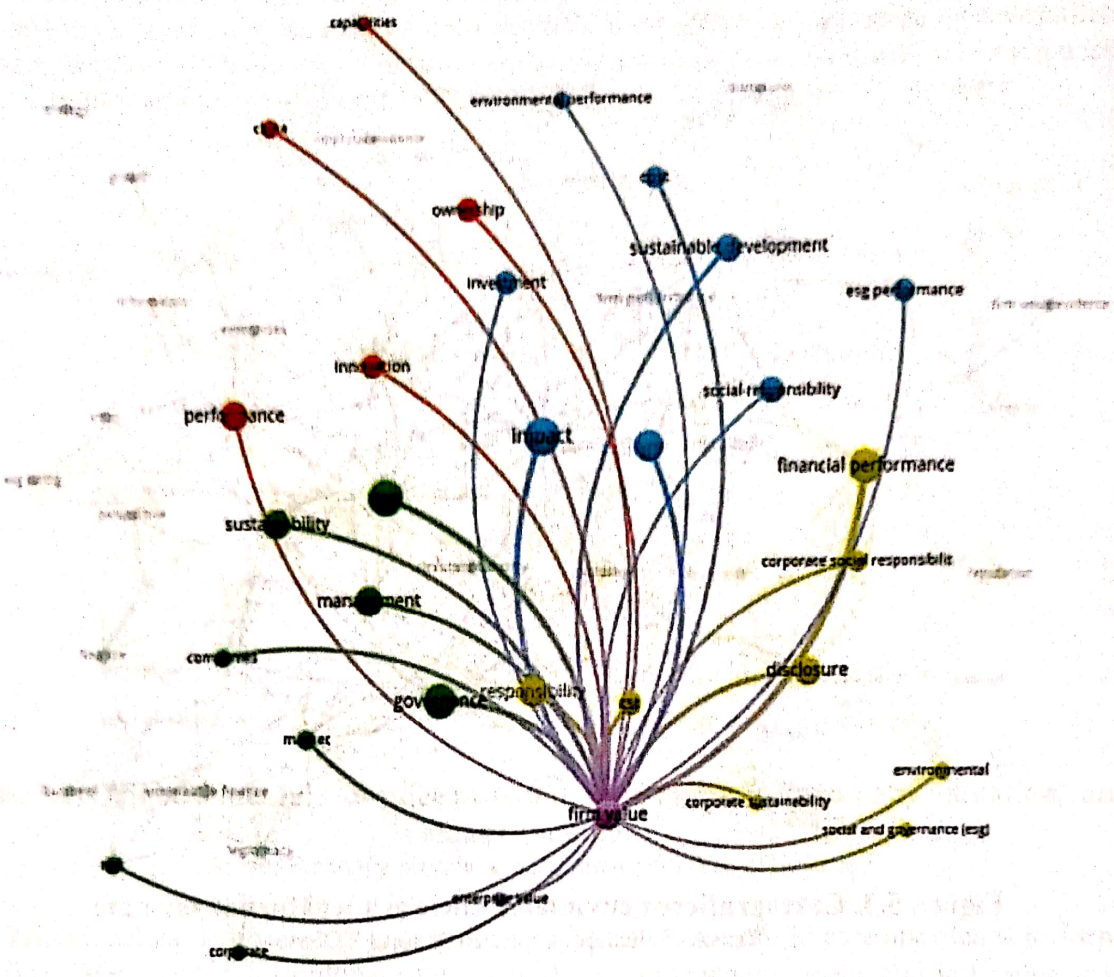


Figura 5.4. Legăturile dintre valoarea companiei şi celelalte cuvinte cheie
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul VOSviewer

Aşadar, analiza bibliometrică efectuată, ne-a permis observarea unor legături puternice între valoarea companiei şi performanţa ESG, performanţa financiară, dezvoltarea durabilă, managementul şi guvernanţa. Mai mult decât atât, tot analiza efectuată a relevat şi *faptul că dezvoltarea sustenabilă şi factorii ESG sunt concepte interconectate*, deoarece dezvoltarea sustenabilă implică strategii pe termen lung pentru a realiza obiective economice, sociale, de mediu şi de guvernanţă corporativă ale companiei.

Aşa cum aminteam şi anterior, considerăm aceste aspecte extrem de relevante în economia cercetării noastre realizată în acest capitol, pentru că aceste implicaţii vor reprezenta şi fundamentul fixării ipotezelor de lucru.

Prin urmare, în acord cu cele afirmate deja, dar şi pentru o mai bună fundamentare a ipotezelor de cercetare deduse judecăţii, vom recurge în secţiunea următoare şi la efectuarea unei meta-analize a studiilor de specialitate focusate pe impactul factorilor ESG asupra valorii globale a companiei.

5.2.2. Meta-analiza studiilor privind impactul factorilor ESG asupra valorii globale a companiei

Aşa cum am putut observa din analiza bibliometrică efectuată în secţiunea anterioară, literatura de specialitate din ultimii ani se focusează pe studii axate pe problematica evaluării şi

Scanned with OKEN Scanner

a influenței factorilor nefinanciari de tipul ESG asupra valorii globale a companiei. Din acest punct de vedere, această secțiune este dedicată unei scurte treceri în revistă a celor mai actuale și mai reprezentative lucrări de cercetare pe acest topic, efectuată cu scopul unei mai bune fundamentări a ipotezelor de lucru.

Prin urmare, în acest sens, se remarcă studiul realizat de către Cheng și colab. (2023)[389] și focusat pe investigarea impactului divulgării de informații nefinanciare de tip ESG asupra valorii companiei prin testarea relației dintre scorurile ESG și valoarea acesteia, ale cărui rezultate relevă faptul că raportarea informațiilor ESG conduce la creșterea semnificativă a valorii globale a companiei.

În același context, alte studii efectuate pe același topic au relevat și faptul că acționarii nu țin cont întotdeauna de importanța acestor factori ESG în fundamentarea deciziilor de investiții, aspecte care sunt contrare cu studiul precedent.

Un alt studiu relevant topicului propus de noi, este și cel realizat de Huang (2022), care oferă trei perspective interdependente. Astfel, autorul mai sus menționat atrage atenția asupra faptului că nu există încă o modalitate clară de încorporare a factorilor ESG în previziunile privind câștigurile. De asemenea, în acord cu teoria agenției și teoria de semnalizare, autorul consideră că divulgarea ESG poate contribui la reducerea asimetriei informaționale între management-agenți și acționarii-principali. Nu în ultimul rând, în acord cu teoria părților interesate și instituționale autorul consideră că divulgarea ESG se situează într-un *"mediu complex multi-actor, multi-interes"*[390].

Sub un alt aspect, influența publicării de informații nefinanciare de tipul ESG asupra neregulilor financiare este investigată de către autorii Yuan și colab. (2022) pe un eșation de firme cotate chineze[391]. Rezultatele studiului arată că publicarea informațiilor de tip ESG reduce riscurile de nereguli financiare ale companiilor și contribuie la atenuarea asimetriei informaționale. Studiul evidențiază efectul pozitiv al divulgării ESG și îmbunătățirea rezultată a controlului intern, a controlului public și a reglementărilor guvernamentale în practică, sugerând că divulgarea ESG completează acțiunile de reducere a neregulilor financiare, conducând astfel la îmbunătățirea guvernanței corporative.

Luarea în considerare a factorilor de mediu, sociali și de guvernanță (ESG) este importantă și în opinia lui Bissoondoyal-Bheenick și a colab. (2023), deoarece aceștia consideră că aceștia afectează capacitatea companiei de a mobiliza capital și de a atrage investitori și, prin urmare, conduce la o performanță superioară a companiei[392].

Totodată, studiul realizat de Li și colab. (2023) a relevat și faptul că o calitate ridicată a factorilor ESG este corelată pozitiv cu valoarea firmei. Autorul conchide și demonstrează faptul că deși impactul mediului (E) și al aspectelor sociale (S) asupra valorii companiei este mai mare decât cel al guvernanței corporative (G), în opinia sa, îmbunătățirea fiecărui indicator ESG va conduce la creșterea valorii companiei[393].

Prin urmare, constatările din literatura de specialitate, prezentate anterior, sprijină ideea conform căreia factorii ESG au un impact semnificativ asupra performanței financiare a companiilor și implicit a valorii globale a companiilor.

---

[389] Cheng, R., Kim, H., Ryu, D. (2023). *"ESG performance and firm value in the Chinese market"*. Investment Analysts Journal, 1-15.

[390] Huang, D. Z. X. (2022). *"Environmental, social and governance factors and assessing firm value: Valuation, signalling and stakeholder perspectives"*. Accounting & Finance, 62, 1983-2010.

[391] Yuan, X., Li, Z., Xu, J., Shang, L. (2022). *"ESG disclosure and corporate financial irregularities–Evidence from Chinese listed firms"*. Journal of Cleaner Production, 332, 129992.

[392] Bissoondoyal-Bheenick, E., Brooks, R., Do, H. X. (2023). *"ESG and firm performance: The role of size and media channels"*. Economic Modelling, 121, 106203.

[393] Li, J., Li, W., Chen, S. (2023). *"The impact of ESG information disclosure quality on firm value"*. In SHS Web of Conferences (Vol. 154, p. 02001). EDP Sciences.

Scanned with OKEN Scanner

În acest sens, în acord cu scopul dedus cercetării, am procedat în cele ce urmează la realizarea unei meta-analize a celor mai relevante articole din literatura de specialitate pe topicul propus (vezi Tabelul 5.1), cu accent pe rezultatele obținute și pe concluziile cele mai relevante, astfel:

Tabelul 5.1. Meta-analiză studiilor privind impactul factorilor ESG asupra valorii companiei

An	Titlul Articol	Autori	Constatări	Concluzii
2023	Where does ESG pay? The role of national culture in moderating the relationship between ESG performance and financial performance.	Shin și colab.[394]	Rezultatele indică faptul că ROE este influențat pozitiv de ESG (agregat), performanța de mediu și performanța socială. În plus, performanța socială are un impact pozitiv asupra tuturor celor trei indicatori de performanță. De asemenea, s-a constatat o legătură negativă între performanța de guvernare și Tobin's Q a companiilor.	Aceste rezultate evidențiază importanța adoptării politicilor sociale de către companii pentru îmbunătățirea performanței financiare.
2022	The Impact of ESG Activities on Firm Value: Multi-Level Analysis of Industrial Characteristics	Chang și Lee[395]	Activitățile ESG au un impact pozitiv asupra valorii companiilor. De asemenea, concentrația industrială și rata de creștere industrială moderează relația dintre ESG și valoarea companiilor:	Companiile care se angajează în activități ESG pot beneficia de randamente financiare mai mari în comparație cu cele care nu fac acest lucru.
2022	ESG In Corporate Filings: An AI Perspective	Aldridge și Martin[396]	Autorii măsoară aprecierea investitorilor pentru comunicarea ESG printr-o analiză transversală a discuțiilor ESG asupra randamentelor acțiunilor contemporane și ulterioare a companiei. Astfel, autorii au constatat că pieţele sunt mult mai receptive la spectrul larg de piloni ESG, în opoziție cu *„linia oficială”* a managementului.	Autorii concluzionează că mesajul strategic ESG în declarațiile corporative este important și are un impact semnificativ asupra randamentelor viitoare ale corporațiilor.
2022	Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure: A Literature Review	Tsang și colab. [397]	Autorii au efectuat o revizuire a literaturii de specialitate cu privire la ESG și au constatat o legătură semnificativă între divulgarea ESG, angajamentul părților interesate și valoarea companiei.	ESG și implicarea părților interesate sprijină valoarea companiei.
2022	The Impact of ESG Performance on the Financial Performance	Koundouri și colab.[398]	Rezultatele indică faptul că există o conexiune între factorii ESG și performanța financiară pentru anumiți	O performanță mai bună din punct de vedere a factorilor ESG poate influența performanța

[394] Shin, J., Moon, J. J., Kang, J. (2023). *"Where does ESG pay? The role of national culture in moderating the relationship between ESG performance and financial performance"*. International Business Review, 32(3), 102071.

[395] Chang, Y. J., Lee, B. H. (2022). *"The impact of ESG activities on firm value: Multi - level analysis of industrial characteristics"*. Sustainability, 14(21), 14444.

[396] Aldridge, I., Martin, P. (2022). *"ESG In Corporate Filings: An AI Perspective"*. arXiv preprint arXiv:2212.00018. Disponibil la: https://arxiv.org/abs/2212.00018.

[397] Tsang, A., Frost, T., Cao, H. (2022). *"Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure: A Literature Review"*. The British Accounting Review, 101149.

[398] Koundouri, P., Pittis, N., Plataniotis, A. (2022). *"The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination"*. Environmental Sciences Proceedings, 15(1), 13.

Scanned with OKEN Scanner

An	Titlul Articol	Autori	Constatări	Concluzii
	of European Area Companies: An Empirical Examination		parametri, dar pentru alţii, această afirmaţie nu poate fi susţinută.	financiară într-un mod pozitiv, în ceea ce priveşte companiile europene.
2021	Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: An Empirical Literature Review	Boukattaya şi colab. [399]	Raportarea ESG poate influenţa pozitiv performanţa financiară şi valoarea companiei.	La valoarea companiei au o contribuţie semnificativă atât factorii ESG, cât şi CSR.
2018	The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: the role of CEO power	Li şi colab.[400]	Studiul constată o asociere pozitivă între nivelul de divulgare ESG şi valoarea companiei.	Îmbunătăţirea transparenţei, responsabilităţii şi consolidarea încrederii prin dezvăluirea factorilor ESG în rapoarte, joacă un rol important în creşterea valorii companiei.
2018	The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance	Brooks şi Oikonomou [401]	Factorii ESG pot influenţa pozitiv valoarea acţiunilor şi costul capitalului	ESG sprijină valoarea companiei şi atrage capital.

Sursa: Elaborare proprie pe baza literaturii de specialitate

Cercetările de mai sus sugerează că angajamentul companiilor în activităţi ESG şi dezvăluirea unor informaţii despre acest demers are un impact pozitiv asupra valorii companiei. Astfel, observăm importanţa adoptării politicilor şi practicilor ESG în activităţile companiilor în contextul actual, ţinând cont de faptul că acestea conduc la o creştere a valorii globale a companiei.

De asemenea, meta-analiza evidenţiază importanţa factorilor ESG în determinarea performanţei financiare a companiilor. În lucrările din meta-analiza prezentată anterior se poate observa că acele companii care se angajează în activităţi ESG şi dezvăluie informaţii despre acestea, au în general o performanţă mai ridicată, comparativ cu companiile care nu adoptă aceste practici.

Ţinând cont de aspectele anterior menţionate, şi având în vedere impactul semnificativ al aplicării practicilor şi politicilor ESG, putem înţelege de ce este esenţial, în contextul actual, includerea factorilor ESG în modelele de evaluare ale companiilor.

Considerăm faptul că factorii ESG ar putea fi luaţi în considerare în modelele de evaluare atât sub forma unui indicator agregat, cât şi ca indicatori individuali, respectiv pentru mediu, social şi guvernanţă. În acest sens, Iazzolino şi colab. (2023)[402] consideră că includerea

[399] Boukattaya, S., Achour, Z., Hlioui, Z. (2021). *"Corporate social responsibility and corporate financial performance: an empirical literature review"*. International Journal of Innovative Research and Publications, 1-32.

[400] Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., Koh, L. (2018). *"The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power"*. The British Accounting Review, 50(1), 60-75.

[401] Brooks, C., Oikonomou, I. (2018). *"The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance"*. The British Accounting Review, 50(1), 1-15.

[402] Iazzolino, G., Bruni, M. E., Veltri, S., Morea, D., Baldissarro, G. (2023). *"The impact of ESG factors on financial efficiency: An empirical analysis for the selection of sustainable firm portfolios"*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management.

Scanned with OKEN Scanner

factorilor ESG în modelele de evaluare va permite măsurarea riscurilor şi totodată, a oportunităţilor asociate cu strategiile companiilor.

În plus, în literatura de specialitate este demonstrat faptul că acele companii care au o performanţă ESG solidă se bucură şi de rentabilităţi mai mari[403,404].

În primul rând, integrând factorii ESG atât sub forma unui factor agregat, cât şi sub formă individuală (indicator de mediu, social, guvernanţă) în modelele de evaluare, investitorii şi analiştii vor beneficia de o înţelegere mai profundă a valorii companiilor şi a riscurilor şi oportunităţilor aferente asociate cu aspectele de mediu, sociale şi de guvernanţă. Din punctul nostru de vedere, utilizarea factorilor ESG ca indicatori individuali în modelele de evaluare, este indicată atunci când se doreşte obţinerea unei perspective mai detaliate asupra aspectelor specifice ale performanţei companiilor în ceea ce priveşte mediul, responsabilitatea socială şi guvernanţa corporativă. Astfel, se va putea observa, impactul fiecărei variabile asupra valorii globale a acestora.

În acest sens, factorii ESG ca indicatori individuali pot divulga informaţii specifice cu privire la aspectele care au un impact puternic asupra valorii companiei[405,406]. Pe de altă parte, includerea factorilor ESG sub forma unui indicator agregat permite o evaluare mai cuprinzătoare a performanţei companiilor în ceea ce priveşte sustenabilitatea şi responsabilitatea socială pe termen lung. Olayinka (2022)[407] consideră că acest lucru poate sprijini investitorii în evaluarea riscurilor şi oportunităţilor asociate şi îi ajută să ia decizii de investiţii mai bine fundamentate.

Având în vedere cele precizate anterior, conchidem şi afirmăm faptul că implicarea factorilor ESG, ca strategie de afaceri, conexată cu cerinţele mediului internaţional actual, va conduce inevitabil la creşterea performanţei şi sustenabilităţii financiare a companiilor şi implicit a valorii globale a companiilor. *Prin urmare, derivă din aceste constatări şi necesitatea stringentă de a identifica noi modele care să permite cuantificarea valorii nou create de către factorii ESG.*

Acest ultim aspect, reprezintă în opinia noastră, un subiect de maximă importanţă şi actualitate şi asupra căruia ne-am focusat şi noi atenţia în acest capitol.

Din perspectiva literaturii de specialitate, axată pe acest topic, am putut observa două tendinţe importante, respectiv propunerea unor modele noi de cuantificare a implicaţiilor ESG asupra valorii globale a companiei şi, respectiv, preocupări de integrare a factorilor ESG în modelele clasice de evaluare, recunoscute de reglementări şi validate de literatura de specialitate.

Sub acest ultim aspect, în continuare vom analiza trei dintre cele mai populare metode tradiţionale de evaluare a companiei din literatura de specialitate şi modul în care factorii ESG pot fi integraţi în cadrul acestora.

Pentru *metoda fluxului de numerar actualizat (Discounted Cash Flow - DCF)*, care estimează valoarea unei companii prin actualizarea riscului de investiţie[408], integrarea factorilor

---

[403] Melas, D., Nagy, Z., Kulkarni, P. (2017). "*Factor investing and ESG integration*". In Factor Investing, Elsevier, 389-413.

[404] Gao, A., Xiong, T., Luo, Y., Meng, D. (2023). "*Promote or Crowd Out? The Impact of Environmental Information Disclosure Methods on Enterprise Value*". Sustainability, 15(4), 3090.

[405] Khan, M., Serafeim, G., Yoon, A. (2016). "*Corporate sustainability: First evidence on materiality*". The Accounting Review, 91(6), 1697-1724.

[406] Varvara, N., Victoria, L. (2022). "*Do ESG Factors Influence Investment Attractiveness of the Public Companies?*". Корпоративные финансы, 16(1), 38-64.

[407] Olayinka, A. A. (2022). "*Financial statement analysis as a tool for investment decisions and assessment of companies' performance*". International Journal of Financial, Accounting, and Management, 4(1), 49-66.

[408] Selezneva, E. Y., Rakutko, S. Y., Temchenko, O. S., Skalkin, D. V., Belik, N. V. (2021). "*Application of the Discounted Cash Flow Method to Assessment of the Business Investment Attractiveness*". In Proceeding of the International Science and Technology Conference" FarEastCon 2020" October 2020, Vladivostok, Russian Federation, Far Eastern Federal University (pp. 387-395). Springer Singapore.

Scanned with OKEN Scanner

ESG poate fi realizată prin ajustarea estimărilor de venituri, cheltuieli şi creştere în funcţie de performanţa ESG a companiei. Studiile au arătat că întreprinderile cu o performanţă ESG ridicată prezintă un risc mai scăzut şi totodată, un potenţial de creştere mai mare pe termen lung[409]. Astfel, includerea factorilor ESG în această metodă poate conduce la o evaluare mai exactă a valorii companiei, deoarece va reflecta în mod adecvat riscurile şi oportunităţile pe termen lung a companiei.

În ceea ce priveşte *metoda comparativă de evaluare (comparative valuation),* aceasta determină valoarea companiei prin compararea cu alte companii similare cu ajutorul unor diverşi indicatori financiari, ca de exemplu raportul preţ-venit (P/E) sau raportul preţ-valoare de piaţă (P/BV)[410]. Integrarea factorilor ESG în această metodă ar putea fi realizată prin utilizarea scorurilor MSCI ESG[411], permiţând compararea performanţei companiilor din punct de vedere al ESG şi sustenabilităţii. Astfel, integrarea factorilor ESG în metoda comparativă de evaluare sprijină ipoteza, ajutând la o evaluare mai exactă şi corectă a companiilor.

O altă metodă în care integrarea factorilor ESG ar putea sprijini procesul de evaluare este *metoda costului de înlocuire (replacement cost method).* Această metodă are în vedere estimarea valorii unei companii prin calcularea costului necesar de înlocuire a activelor cu altele similare[412]. În acest sens, integrarea factorilor ESG poate fi realizată prin luarea în considerare a costurilor de înlocuire asociate cu respectarea reglementărilor de mediu, sociale şi guvernanţă corporativă. De asemenea, alte costuri care ar putea fi considerate sunt cele de adaptare la schimbările climatice sau cele efectuate pentru tranziţia către o economie cu emisii de carbon reduse[413]. Astfel, includerea factorilor ESG în metoda costului de înlocuire poate sprijini investitorii să estimeze mai corect valoarea companiei, deoarece abordarea holistică asupra sustenabilităţii companiei poate conduce la o evaluare mai exactă şi corectă a valorii acesteia.

Din punctul nostru de vedere, considerăm că utilizarea metodelor comparative de evaluare, prin apel la indicii bursieri, reprezintă metode pragmatice de evaluare, deoarece face apel la valoarea de piaţă a companiilor, obţinută pe baza raportului dintre cererea şi oferta de titluri.

Din aceste considerente, vom propune în acest capitol un nou model de evaluare a companiilor cotate la BVB, în acord cu principiile metodei comparative de evaluare descrise anterior şi cu metodele bursiere. Am recurs la acest demers, deoarece considerăm integrarea factorilor ESG în metodele de evaluare ca fiind un pas deosebit de important în practica evaluării companiilor, cu efecte benefice atât din perspectiva managementului, care îşi pot fundamenta mult mai corect strategiile de afaceri viitoare, dar şi pentru alte părţi interesate care pot beneficia de pe urma acestei integrări de o înţelegere mai completă a valorii globale a companiei, precum şi a riscurilor şi oportunităţilor aferente acesteia.

Concluzionând, în baza revizuirii literaturii realizate, considerăm că factorii ESG reprezintă o componentă esenţială în evaluarea valorii globale unei companii, motiv pentru care am recurs în secţiunile următoare la fundamentarea ipotezelor de lucru asociate dezvoltării unui model de ajustare a valorii globale a companiilor cotate la BVB prin includerea factorilor ESG alături de alte variabile financiare, întrucât considerăm că doar în acest mod putem obţine o reprezentare mai corectă şi mai exactă a valorii globale a acestora.

---

[409] Zumente, I., Bistrova, J. (2021). "*ESG importance for long-term shareholder value creation: Literature vs. practice*". Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity, 7(2), 127.

[410] Alford, A. W. (1992). "*The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method*". Journal of Accounting Research, 30(1), 94-108.

[411] 328. MSCI (2021). Annual Report, United Nations, disponibil la https://www.un.org/annualreport/2021/index.html, accesat la data de 10.02.2022.

[412] Wyatt, P. (2009). "*Replacement cost and market value*". Journal of Property Investment & Finance, 27(6), 593-602.

[413] Louche, C., Busch, T., Crifo, P., Marcus, A. (2019). "*Financial markets and the transition to a low-carbon economy: Challenging the dominant logics*". Organization & Environment, 32(1), 3-17.

Scanned with OKEN Scanner

5.3. Dezvoltarea ipotezelor cercetării

Aşa cum aminteam anterior, considerăm că integrarea factorilor E, S şi G în modelele de evaluare şi obţinerea unei valori globale ajustate a companiilor subiect al evaluării, reprezintă dezideratul principal al cercetării noastre din acest capitol. Din acest punct de vedere, şi pentru realizarea acestui scop, am procedat la emiterea ipotezelor de lucru, fundamentate prin apel la literatura de specialitate relevantă pe topicul studiat.

Astfel, în acord cu aspectele menţionate anterior şi având în vedere impactul semnificativ al aplicării practicilor şi politicilor ESG, putem înţelege de ce este esenţială, în contextul economic internaţional actual, includerea factorilor E, S şi G în modelele de evaluare ale companiilor. Prin urmare, în optica noastră, factorii E, S şi G ar putea fi luaţi în considerare în modelele de evaluare sub forma unui indicator agregat, cât şi ca indicatori individuali, respectiv pentru mediu, social şi guvernanţă. În acest sens, cercetătorul Iazzolino şi colab. (2023) este părere că includerea lor în modelele de evaluare va permite măsurarea riscurilor şi totodată, a oportunităţilor asociate cu strategiile întreprinderilor[414].

În primul rând, integrând factorii ESG în modelele de evaluare a companiilor atât sub forma unui factor agregat, cât şi sub formă individuală (indicator de mediu, social, guvernanţă), investitorii şi analiştii vor beneficia de o înţelegere mai profundă a valorii companiilor şi a riscurilor şi oportunităţilor aferente asociate cu aspectele de mediu, sociale şi de guvernanţă. Utilizarea factorilor ESG ca indicatori individuali este indicată atunci când se doreşte obţinerea unei perspective mai detaliate asupra aspectelor specifice ale performanţei companiilor în ceea ce priveşte mediul, responsabilitatea socială şi guvernanţa.

În acest sens, factorii ESG, priviţi ca indicatori individuali, pot divulga informaţii specifice cu privire la aspectele care au un impact puternic asupra valorii companiei.

Pe de altă parte, includerea factorilor ESG sub forma unui indicator agregat permite o evaluare mai cuprinzătoare a performanţei companiilor în ceea ce priveşte sustenabilitatea şi responsabilitatea socială pe termen lung. Acest lucru poate sprijini investitorii în evaluarea riscurilor şi oportunităţilor asociate investiţiilor lor şi, pe cale de consecinţă, conduc la o fundamentare mult mai bună a deciziilor lor investiţii .

Literatura de specialitate din ultimii ani se concentrează şi asupra relaţiei dintre gradul de divulgare a informaţiilor nefinanciare de tip ESG şi performanţa financiară. În plus, în studiile de specialitate este demonstrat faptul că acele companii care au o performanţă ESG solidă[415] se bucură şi de rentabilităţi mai mari[416].

Astfel, enunţăm prima ipoteză a acestei lucrări: ***H1 – Includerea informaţiilor de tip E, S şi G în modelele de evaluare a companiei conduce la îmbunătăţirea acestora, evidenţiind beneficiile pe termen lung ale unei abordări holistice asupra sustenabilităţii companiei*** *(*Iazzolino şi colab. (2023; Gao, 2023; Melas, 2017*).*

Dintr-o altă perspectivă, un număr tot mai mare de studii susţin ipoteza că factorii ESG contribuie la creşterea performanţei şi sustenabilităţii financiare a unei companii. În acest sens, Eccles şi colab. (2014) au constatat că acele companii care au adoptat practici de sustenabilitate de nivel înalt au înregistrat în medie o rentabilitate mai mare a capitalului propriu şi o

---

[414] Iazzolino, G., Bruni, M. E., Veltri, S., Morea, D., Baldissarro, G. (2023). "*The impact of ESG factors on financial efficiency: An empirical analysis for the selection of sustainable firm portfolios*". Corporate Social Responsibility and Environmental Management.

[415] Gao, A., Xiong, T., Luo, Y., Meng, D. (2023). "*Promote or Crowd Out? The Impact of Environmental Information Disclosure Methods on Enterprise Value*". Sustainability, 15(4), 3090.

[416] Melas, D., Nagy, Z., Kulkarni, P. (2017). "*Factor investing and ESG integration*". In Factor Investing, Elsevier, 389-413.

Scanned with OKEN Scanner

rentabilitate mai bună a activelor comparativ cu acele companii care nu au adoptat aceste practici[417].

Friede, Busch şi Bassen (2015) în urma unei meta-analize cuprinzătoare au observat o corelaţie pozitivă între factorii ESG şi performanţa financiară[418]. Alţi autori au examinat relaţia dintre sustenabilitatea corporativă şi performanţa financiară şi au concluzionat faptul că factorii ESG sunt cei care au cel mai mare impact asupra performanţei financiare[419]. De asemenea, Melas şi colab. (2016) au examinat impactul integrării factorilor ESG în procesul de investiţii şi au constatat că portofoliile investitorilor care iau în considerare factorii ESG au înregistrat performanţe mai bune decât cele care nu iau în considerare aceşti factori[420]. Din studiile anterior citate, deducem faptul că asocierea dintre divulgarea ESG şi performanţa financiară, reprezintă unul din primele aspecte tratate de literatura de specialitate pe acest topic. Importanţa acestui aspect rezidă şi din faptul că şi studii mai recente conduc la aceleaşi concluzii legate de asocierea pozitivă dintre dezvăluirea de informaţii ESG şi performanţa financiară.

Astfel, studiul realizat de către Suttipun şi colab. (2023) a urmărit să investigheze nivelul şi modelul de dezvăluire a informaţiilor de mediu, sociale şi de guvernanţă (ESG) în raportul anual al companiilor listate la Bursa de Valori din Thailanda (SET) şi să examineze relaţia dintre dezvăluirea informaţiilor ESG şi performanţa financiară a companiilor thailandeze[421]. Populaţia a fost reprezentată de toate societăţile cotate la bursă din cadrul SET. Utilizând rapoartele anuale din perioada 2015-2019, a fost utilizată analiza de conţinut prin numărarea cuvintelor pentru a cuantifica nivelul şi modelul de divulgare a informaţiilor ESG în rapoartele anuale ale companiilor, în timp ce performanţa financiară a fost măsurată prin venitul net al companiilor, prin intermediul analizei descriptive, a matricei de corelaţie şi analiza datelor de panel. Rezultatele au constatat că a existat o creştere a dezvăluirii ESG în rapoartele anuale, cea mai frecventă dezvăluire de informaţii ESG a fost reprezentată de informaţii privind guvernanţa, urmată de informaţii sociale şi de mediu. Studiul a demonstrat şi existenţa unei relaţii semnificative şi pozitive între divulgarea ESG şi performanţa financiară a întreprinderilor.

În aceeaşi linie cu studiul anterior efectuat de către Suttipun şi colab. (2023), autorii Zainon şi colab. (2020), analizează impactul informaţiilor de mediu, sociale şi de guvernanţă (ESG) asupra performanţelor financiare, aşa cum sunt ele surprinse de valoarea firmelor companiilor listate la bursă (PLC) din Malaezia, ca urmare a interesului tot mai mare pentru practicile de publicare a informaţiilor ESG[422]. Utilizând indicele de scor ESG, a fost calculate scorul mediu pentru fiecare divulgare. Au fost efectuate atât analize de corelaţie, cât şi de regresie pentru a investiga posibilele legături dintre ESG şi măsurile contabile ale performanţei financiare, ca proxy prin costul mediu ponderat al capitalului (WACC). Pe baza unei analize de regresie, s-a descoperit că ESG are o relaţie semnificativă cu WACC. În plus, o analiză suplimentară a arătat că, dintre cele trei dimensiuni ale ESG, informaţiile sociale au avut un impact semnificativ asupra performanţei financiare în comparaţie cu informaţiile privind

---

[417] Eccles, R. G., Ioannou, I., Serafeim, G. (2014). *"The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance"*. Management science, 60(11), 2835-2857.

[418] Friede, G., Busch, T., Bassen, A. (2015). *"ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies"*. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), 210-233.

[419] Khan, M., Serafeim, G., Yoon, A. (2016). *"Corporate sustainability: First evidence on materiality"*. The Accounting Review, 91(6), 1697-1724.

[420] Melas, D., Nagy, Z., Kulkarni, P. (2017). *"Factor investing and ESG integration"*. In Factor Investing, Elsevier, 389-413.

[421] Suttipun, M., Yordudom, T., Khunkaew, R. (2023). *"The Relationship Between Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosure and Financial Performance: Evidence from Thailand"*, Journal Of Environmental Accounting And Management, Volume 11, Issue 1, Page 63-74, DOI 10.5890/JEAM.2023.03.005.

[422] Zainon, S., Ismail, R. F., Nawi, S. M., Shafi, R. M., Misman, F. N., Zakaria, N. B. (2020). *"Environmental, social and governance disclosures on financial performance of public listed companies in Malaysia"*. Asia-Pacific Management Accounting Journal, 15(3), 87-107.

Scanned with OKEN Scanner

mediul şi guvernanţa, demonstrând impactul dominant al informaţiilor sociale asupra creşterii performanţei financiare, iar informaţiile despre mediu şi guvernanţă sunt importante pentru părţile interesate printr-o raportare mai transparentă, mai utilă şi mai vizibilă cu efecte pozitive asupra câştigării încrederii acestora.

În studiul realizat de autorii Giannopoulos şi colab. (2022) se investighează efectele iniţiativelor ESG asupra performanţei financiare a companiilor norvegiene cotate la bursă în perioada 2010-2019. ESG este măsurată prin scorul de divulgare ESG Thomson Reuters Eikon ESG şi performanţa financiară prin ROA şi coeficentul lui Tobin[423]. Constatările sugerează o relaţie puternică şi semnificativă între iniţiativele ESG şi performanţa financiară. Mai precis, modelul de regresie, cu ROA ca variabilă dependentă, sugerează că iniţiativele ESG au un impact negativ clar. Pe de altă parte, variabila Q al lui Tobin creşte atunci când creşte ESG. Acest lucru ar putea fi explicat prin orizonturile diferite ale măsurilor şi prin alţi factori care afectează mediul de afaceri.

Studiul efectuat de Carnini şi colab. (2022) în context italian, şi focusat pe analiza impactului raportării în materie de mediu, social şi de guvernanţă (ESG) asupra performanţei companiei, prin aplicarea unei analize de regresie panel, utilizând un eşantion al celor mai mari companii italiene, a demonstrat faptul că există o relaţie pozitivă între divulgarea informaţiilor de mediu, sociale şi de guvernanţă şi performanţa firmei, măsurată prin EBIT[424].

Studiul efectuat de Khan (2022), prin intermediul analizei bibliometrice şi a meta-analizei sugerează că legătura dintre ESG şi performanţa financiară a firmelor nu este încă bine stabilită, deoarece în literatura de specialitate există rezultate contradictorii şi paradoxuri legate de acest subiect. În acest sens, autorii arată că motivul principal pentru care companiile se angajează în activităţi ESG este reprezentat de obţinerea unor randamente financiare mai mari şi pentru a semnala conformitatea pe piaţă[425].

Prin urmare, pe baza studiilor citate anterior, formulăm a doua ipoteza de cercetare, şi anume:

H2 – Divulgarea informaţiilor E, S şi G are o influenţă pozitivă asupra performanţei şi sustenabilităţii financiare (Eccles şi colab., 2014; Friede şi colab., 2015; Khan şi colab., 2016; Melas şi colab., 2016; Suttipun şi colab., 2023; Zainon şi colab., 2020; Giannopoulos şi colab., 2022; Carnini şi colab., 2022; Khan, 2022).

În contextul crizelor suprapuse manifestate în ultimii ani, care au afectat iremediabil economiile statelor lumii, conceptul de dezvoltare durabilă a companiilor a căpătat o importanţă din ce în ce mai mare. Aceste crize au avut un impact semnificativ şi asupra valorii globale a companiilor. În acest context, literatura de specialitate s-a focusat în ultima perioada pe rolul pe care îl are performanţa de mediu, socială şi de guvernanţă asupra valorii de piaţă a companiilor.

În această linie se înscrie şi lucrarea realizată de către autorii Zhou şi colab. (2022), luând ca eşantion companiile chineze cotate la bursă, nou dezvoltate de SynTao Green Finance, din 2014 până în 2019. Rezultatele acestui studiu arată că îmbunătăţirea performanţei ESG a companiilor listate la bursă poate îmbunătăţi valoarea de piaţă a companiei, iar performanţa financiară a companiei prezintă un efect de mediere evident[426].

---

[423] Giannopoulos, G., Kihle Fagernes, R. V., Elmarzouky, M., Afzal Hossain, K. A. B. M. (2022). *"The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms"*. Journal of Risk and Financial Management, 15(6), 237.

[424] Carnini Pulino, S., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., Nasta, L. (2022). *"Does ESG disclosure influence firm performance?"*. Sustainability, 14(13), 7595.

[425] Khan, M. A. (2022). *"ESG disclosure and firm performance: A bibliometric and meta analysis"*. Research in International Business and Finance, 101668.

[426] Zhou, G., Liu, L., & Luo, S. (2022). *"Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance"*. Business Strategy and the Environment, 31(7), 3371-3387.

Scanned with OKEN Scanner

Impactul scorului ESG asupra valorii firmelor cotate pe bursa din Malaezia este analizată de către autorul Mohamad (2020). Autorii utilizează ca variabilă dependentă pentru măsurarea valorii coeficientul lui Tobin (Tobin Q), iar ca variabile independente (scorul ESG, raportul dintre capitaluri proprii și active totale, raportul dintre datorii și active, costul mediu ponderat al capitalului (WACC), politica de dividend, tangibilitatea activelor, dimensiunea firmei). Rezultatele studiului au demonstrat relații semnificative între valoarea firmei reprezentată de TQ cu scorul ESG și alte variabile specifice firmei, care au fost WACC, politica de dividende, tangibilitatea activelor și dimensiunea firmei și relații nesemnificative cu rata de îndatorare și rata capitalului propriu[427].

Cu toate că în literatura de specialitate există câteva studii care au ajuns la concluzia că o creștere a scorului de divulgare ESG concură la creșterea valorii de piață a firmelor cotate, există și studii care au ajuns la concluzia că valoarea de piață a unei companii este influențată într-o manieră nesemnificativă de scorul de divulgare ESG.

Aceste controverse au reprezentat și scopul cercetării efectuate de către Aouadi și Marsat (2018) care și-au propus investigarea relației dintre controversele de mediu, sociale și de guvernanță (ESG) și valoarea de piață a firmelor[428].

Studiul efectuat de Deng și Cheng (2019) analizează impactul indicilor ESG asupra performanței bursieră a firmelor chinezești cotate la bursă. Rezultatele acestui studiu relevă că există o corelație pozitivă între indicii ESG ai companiilor și performanța bursieră a acestora[429]. Rezultatele arată că controversele ESG sunt asociate cu o valoare globală mai mare a companiei.

Având în vedere aceste aspecte, formulăm a treia ipoteză de cercetare, conform căreia:

H3 – Valoarea globală a companiilor este asociată pozitiv cu scorul de divulgare E, S și G (Zhou și colab., 2022; Mohamad, 2020; Aouadi și Marsat, 2018).

Odată fixate aceste ipoteze de lucru, secțiunea următoare al acestui capitol este dedicată metodologiei cercetării, focusate pe descrierea instrumentelor și metodelor folosite pentru atingerea scopului, obiectivelor și validarea sau invalidarea ipotezelor de lucru.

5.4. Metodologia cercetării

Acest studiu vizează aprecierea gradului de dezvoltare sustenabilă a companiilor cotate la BVB prin ajustarea valorii globale a acestora pe baza unor indicatori de divulgare a informațiilor ESG. Pentru atingerea scopului dedus cercetării, a fost elaborată o strategie de cercetare în mai multe etape. Astfel, prima etapă a strategiei de cercetare a fost reprezentată de culegerea datelor și stabilirea eșantioanelor de lucru, prin aplicarea mai multor criterii de includere și de excludere, urmată de definirea variabilei dependente și a celor independente ale modelului și, în final, elaborarea unui indice al valorii globale a companiilor luate în studiu, prin includerea factorilor E, S și G, ca variabile de ajustare alături de variabile financiare tradiționale.

5.4.1. Culegerea datelor și stabilirea eșantioanelor de lucru

În vederea atingerii scopului dedus cercetării și a validării ipotezelor de lucru, am procedat la construirea a două eșantioane de lucru, utilizând pentru primul eșantion, doar

---

[427] Mohamad, N. E. A. B. (2020). *"Do Environmental, Social, and Governance Practices (ESG) Signify Firm Value? Evidence from FTSE4Good Bursa Malaysia (F4GBM)"*. Global Business & Management Research, 12(4).

[428] Aouadi, A., Marsat, S. (2018). *"Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data"*. Journal of Business Ethics, 151, 1027-1047.

[429] Deng, X., Cheng, X. (2019). *"Can ESG indices improve the enterprises' stock market performance?—An empirical study from China"*. Sustainability, 11(17), 4765.

Scanned with OKEN Scanner

informaţii financiare, raportate de entităţile cotate la BVB, iar pentru cel de-al doilea eşantion au fost adăugate, la informaţiile financiare existente, şi informaţii cu caracter nefinanciar de tip E, S şi G. Ambele seturi de date au fost colectate manual, utilizând pentru primul eşantion raportările financiare ale companiilor, iar pentru al doilea eşantion, care cuprinde informaţiile nefinanciare de tip ESG, au fost consultate bilanţurile de sustenabilitate publicat de aceste companii sau alte raportări cu caracter nefinanciar.

5.4.1.1. Criterii de includere şi excludere pentru primul eşantion

În construirea primului eşantion au fost avute în vedere următoarele criterii de includere, astfel:

- continuitatea activităţii firmelor listate în perioada 2015 – 2021;
- publicarea situaţiilor financiare anuale în perioada 2015 – 2021.

Ca şi criterii de excludere menţionăm:

- încetarea activităţii în perioada 2015 – 2021;
- nepublicarea informaţiilor financiar-contabile sau publicarea parţială a acestora (au înregistrat foarte multe informaţii indisponibile).

După aplicarea criteriilor de includere şi de excludere, primul eşantion rezultat cuprinde un număr de 91 de firme listate la Bursa de Valori Bucureşti şi cuprinde informaţiile financiar-contabile ale companiilor raportoare din perioada 2015 – 2021, aparţinând următoarelor sectoare de activitate: Industria petrolieră si energetică (industruia gazelor naturale), cartonului, aluminiului şi maselor plastice, Constructii, Comerţ cu ridicata şi amănuntul (inclusiv industria imobiliară), Industria producătoare de maşini şi repararea autovehiculelor şi motocicletelor, Transporturi şi logistică, Bănci şi activităţi de intermediere a tranzacţiilor financiare, Fabricarea preparatelor farmaceutice (industria farmaceutică).

5.4.1.2. Criterii de includere şi de excludere pentru al doilea eşantion

În construirea celui de-al doilea eşantion au fost avute în vedere următoarele criterii de includere, astfel:

- continuitatea activităţii firmelor listate în perioada 2019 – 2021;
- publicarea bilanţului de sustenabilitate sau a altor raportări cu caracter nefinanciar în perioada 2019 – 2021.

Ca şi criterii de excludere utilizate menţionăm:

- încetarea activităţii în perioada 2019 – 2021;
- absenţa publicării informaţiilor nefinanciare sau publicarea parţială a acestora (au înregistrat foarte multe informaţii indisponibile).

Aplicarea criteriilor de includere şi de excludere a condus la obţinerea unui eşantion compus dintr-un număr de 17 companii listate la Bursa de Valori Bucureşti, eşantion care cuprinde informaţiile nefinanciare de tip ESG ale companiilor raportoare în perioada 2019 – 2021, desprinse din raportările nefinanciare (ne referim aici la bilanţul de sustenabilitate sau la alte raportări cu caracter nefinanciar).

Informaţiile financiare au fost culese manual prin descărcarea situaţiilor financiare anuale ale companiilor raportoare (bilanţ, cont de profit şi pierdere, situaţia fluxurilor de trezorerie, situaţia modificării capitalului propriu şi notele explicative), precum şi a unor informaţii financiare furnizate de BVB (ne referim la indicatorii financiari calculaţi de BVB pentru aceste entităţi). De asemenea, pe baza informaţiilor primare oferite de situaţiile financiare au fost calculaţi, cu ajutorul programului Microsoft Office Excel, indicatori financiari utili în evaluarea companiilor.

Scanned with OKEN Scanner

Informațiile nefinanciare de tip ESG, au fost colectate manual prin descărcarea bilanțului de sustenabilitate a acestor entități în perioada 2019 – 2021, precum și a altor rapotări cu caracter nefinanciar (2019 fiind primul an în care entitățile cotate la BVB au raportat informații nefinanciare de tip ESG). Astfel, asupra celor două baze de date au fost aplicate proceduri de prelucrare cu ajutorul programului Microsoft Office Excel, fiind agregate informațiile din întreaga perioadă luată în analiză (pe fiecare an în parte din 2015 – 2021, respectiv 2019 – 2021) într-o singură foaie de lucru pentru a se preta ulterior prelucrării statistice cu ajutorul softului statistic SPSS 26. De asemenea, entitățile au fost grupate în funcție de sectorul de apartenență și pe exerciții financiare distincte, pentru a putea fi realizate analize în dinamică în cadrul aceluiași sector de activitate, dar și analize intersectoriale. Eșantionul care cuprinde informațiile nefinanciare de tip ESG, a fost structurat pe ani, sectoare de activitate și indicatori nefinanciari de mediu, sociali și de guvernanță corporativă în acord cu Ghidul privind raportarea ESG emis de BVB[430], în acord cu standardele internaționale și europene privind raportarea sustenabilității și cu literatura de specialitate relevantă. Asupra bazei de date care cuprinde indicatorii nefinanciari de tip E, S, G, exprimați inițial în manieră narativă, adică sub forma unor indicatori calitativi, au fost aplicate procedee de scalare (scoring) și, respectiv, de codare, pentru a putea fi exprimați în variabile numerice de tip cantitativ. Sub acest aspect, indicatorii ESG și variabilele asociate avute în vedere în studiu, sunt prezentați în tabelul de mai jos, astfel:

Tabelul 5.2. Indicatorii ESG incluși în cercetare

INDICATORI ESG	
MEDIU (E)	Materiale
	Apă
	Energie
	Emisii
	Deșeuri
	Biodiversitate
	Evaluarea furnizorilor de mediu
SOCIALI (S)	Relații de muncă/management
	Forța de muncă
	Training și educație
	Sănătate și securitate la locul de muncă
	Diversitate și egalitate de șanse
	Comunitățile locale
	Libertatea de asociere și negocierea colectivă
	Munca copiilor
	Muncă forțată sau obligatorie
	Sănătatea și securitatea consumatorului
	Marketing și Etichetare
	Confidențialitatea Consumatorilor
	Evaluarea furnizorilor sociali
GUVERNANȚĂ (G)	Coduri de conduită și principii de afaceri
	Responsabilitate
	Transparență și divulgare
	Remunerarea executivilor
	Diversitatea și structura consiliului de administrație
	Mită și corupție
	Angajamentul părților interesate
	Drepturile acționarilor

Sursa: Adaptare după Li și colab. (2021)[431] și Ghidul BVB privind raportarea ESG

[430] BVB (2022). *"Ghid privind raportarea ESG"*, disponibil la https://bvb.ro/info/Rapoarte/Ghiduri/Ghid_privind_raportarea_ESG.pdf, accesat la data de 18.07.2023.
[431] Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. Sustainability, 13(21), 11663.

Scanned with OKEN Scanner

Aceşti indicatori au intrat în alcătuirea celei de-a doua baze de date, în format Excel, pentru care au fost consultate bilanţurile de sustenabilitate, postate pe site-ul web al fiecărei companii. Această bază de date a fost structurată pe ani, respectiv perioada 2019-2021 şi pe sectoare de activitate şi a cuprins variabile narative.

Asupra acestora, aşa cum am menţionat şi anterior, au fost aplicate procedee de scoring, fiind transformate astfel în variabile numerice (cantitative).

Procedeul de scoring (a se vedea tabelul 5.3) a constat în acordarea de punctaje de scoring cuprinse în intervalul 0-4, luând în calcul algoritmul matematic de pondere a informaţiilor divulgate raportat la divulgare totală, pe fiecare item component al scorurilor E, S şi G, prezentate detaliat în tabelul 5.2.

Tabelul 5.3. Procedeul de scorare a indicatorilor E, S şi G

Procedeul de scorare a indicatorilor E, S şi G	
Punctaj 0	Omisiunea raportării informaţiilor nefinanciare
Punctaj 1	Divulgare parţială -între 25% - 50%
Punctaj 2	Grad mediu de divulgare – între 50% 75%
Punctaj 3	Grad ridicat de divulgare - între 75%- 100%
Punctaj 4	Divulgare completă 100%

Sursa: Elaborare proprie

După acordarea punctajelor de scoring, pentru fiecare companie şi pe fiecare an de activitate, scorurile finale au fost calculate pe medie, pentru a putea fi utilizate ca variabile în modelarea econometrică cu ajutorul SPSS 26.

5.4.2. Definirea variabilelor dependente şi independente

Lucrarea de cercetare îşi propune, în esenţă, măsurarea impactului divulgării informaţiilor de tip E, S şi G asupra valorii globale a entităţilor cotate la Bursa de Valori Bucureşti (BVB), prin intermediul modelării econometrice.

Modelul econometric a fost fundamentat cu luarea în analiză ca variabilă dependentă a unui indice al valorii globale a companiei (IVG), calculat pe baza mediei capitalizării de piaţă (s-a folosit ca algoritm matematic de determinare a indicelui valorii globale, capitalizarea bursieră, media capitalizării entităţilor luate în eşantion pe domeniu de activitate şi deviaţia standard a acesteia cu ajutorul SPSS 26), în corelaţie cu o serie de variabile independente.

S-a optat pentru determinarea valorii globale a unei companii sub forma unui indice calculat pe baza capitalizării bursiere, deoarece, reprezintă o metodă optimă de estimare a valorii sale reale, actuale şi care poate fi aplicată pentru companiile listate la BVB, în acord cu metodele bursiere de estimare a valorii globale a companiilor.

În optica noastră, valoarea globală poate fi redată prin intermediul sustenabilităţii financiare (calculată pe baza indicatorilor financiari) şi, respectiv, prin intermediul performanţei E, S şi G. Variabilele modelelor econometrice propuse sunt prezentate în tabelul de mai jos, astfel:

Tabelul 5.4. Descrierea variabilelor

Tipologia variabilelor	**Simbolul variabilelor**	**Denumirea variabilelor**	**Formula de calcul**
Variabila dependentă	**IVG**	*Indicele valorii globale, calculat pe baza mediei capitalizării de piaţă, ca expresie a sustenabilităţii globale a companiilor*	$IVG = \frac{Capitalizare - Media\ capitalizării}{Deviatia\ standard}$
Variabilele independente	**EPS**	*Profitul net pe acţiune (Earnings per share)*	*EPS = Profit/Număr de acţiuni*

Scanned with OKEN Scanner

Tipologia variabilelor	Simbolul variabilelor	Denumirea variabilelor	Formula de calcul
	RSP	*Rata solvabilitatii patrimoniale*	*RSP = Capitaluri proprii/Total Activ*
	RSG	*Rata solvabilitatii generale*	*RSG = Total Active/ Datorii totale*
	GW	*Goodwill*	*GW = valoarea de piață – valoarea contabilă netă*
	RM	*Nivelul de raportare a informațiilor de mediu*	*RM obținut prin calcularea mediei scoring-urilor acordate*
	RS	*Nivelul de raportare a informațiilor sociale*	*RS obținut prin calcularea mediei scoring-urilor acordate*
	RG	*Nivelul de raportare a informațiilor de guvernanță*	*RG obținut prin calcularea mediei scoring-urilor acordate*

Sursa: Elaborare proprie

Pornind de la scopul studiului de față, acela de a cuantifica impactul divulgării informaților de tip ESG asupra valorii globale a companiilor cotate și, respectiv, a sustenabilității lor, s-a optat pentru calcularea valorii globale a unei companii exprimată sub forma unui indice calculat ca medie a capitalizării bursiere pentru companiile luate în studiu, *deoarece reprezintă un indicator actual de apreciere, atât a dimensiunii unei companii, dar și pentru a evalua performanța financiară a companiei. În esență, scopul final al oricărei companii îl reprezintă realizarea profitului și a unui exces de profit, iar dimensiunea acestuia reflectă, în ultimă instanță, valoarea globală a companiei.*

De asemenea, privite din prisma dezvoltării sustenabile, *companiile cu o capitalizare mai mare, adică entitățile cu o valoare globală mai mare, reprezintă investiții mai sigure, mai puțin riscante, deoarece au o poziție de piață consolidată ca urmare a unui istoric mai îndelungat al afacerilor.* Dintr-un alt punct de vedere, rata capitalizării, pe baza căreia s-a determinat și *indicele valorii globale (IVG)* este influențată de cererea și oferta de acțiuni pentru compania respectivă, prin urmare, o creștere a cererii de acțiuni va conduce la creșterea cotației lor, iar în situația inversă va conduce la scăderea cotației acțiunilor, cu alte cuvinte, ***„capitalizarea de piață devine o estimare în timp real a valorii companiei"*** [432].

În aceeași arie de cercetare cu studiul nostru se află și cercetarea efectuată de Pavone (2019), efectuată pe un eșantion de 307 companii listate pe piața de capital din Italia, care a vizat determinarea impactului unor variabile financiare, precum: rentabilitatea capitalurilor proprii, rentabilitatea activelor, raportul dintre prețul acțiunilor unei companii și profitul per acțiune, profitul din exploatare raportat la cifra de afaceri pe acțiune, randamentul profitului și capitalul de lucru pe acțiune, *asupra capitalizării de piață.*

Rezultatele studiului demonstrează existența unei relații pozitive între capitalizarea bursieră și raportul dintre prețul acțiunilor unei companii și profitul per acțiune, între profitul din exploatare raportat la cifra de afaceri pe acțiune și capitalul de lucru per acțiune și o relație negativă între capitalizarea bursieră și ROE, ROA și randamentul profiturilor[433]. Având în vedere aceste aspecte, putem să afirmăm faptul că studiul anterior prezentat se află în aceeași linie de cercetare cu studiul nostru sub aspectul variabilei dependente.

Prin urmare, gradul de originalitate al cercetării noastre rezidă din faptul că nu se bazează exclusiv pe indicatori financiari în aprecierea valorii globale a companiei, ci integrăm și informațiile nefinanciare de tip ESG alături de indicatorii de performanță financiară și de goodwill.

Pentru variabilele independente luate în studiu s-a optat pentru câștigul per acțiune (Earnings per share) *„profitul net pe actiune"* (EPS), deoarece acest indicator servește ca un

---

[432] Ce înseamnă capitalizare de piață și cum se calculează. Ghid cu exemple, disponibil la https://cursdeguvernare.ro/ce-inseamna-capitalizare-de-piata-si-cum-se-calculeaza-ghid-cu-exemple.html, accesat la data de 14.07.2023.

[433] Pavone, P. (2019). *"Market capitalization and financial variables: Evidence from Italian listed companies".* International Journal of Academic Research Business and Social Sciences, 9(3), 1356-1371.

Scanned with OKEN Scanner

indicator al evaluării profitabilității unei companii și s-a dorit testarea legăturii dintre randamentul investiției în acțiunile unei companii și *indicele valorii globale, deoarece acest indicator poate să indice în mod clar trendul unei companii în următorii ani, adică dacă compania va înregistra o creștere accelerată sau din contră va urma o perioadă de reducere a veniturilor acesteia.*

Alegerea ca variabilă independendentă a *ratei solvabilității patrimoniale* a fost motivată de faptul că indicatorul exprimă *capacitatea de autofinanțare* a unei afaceri și în ce măsură această este capabilă să facă față obligațiilor financiare, *aspect pe care îl considerăm extrem de relevant în aprecierea indicatorului valorii globale.*

Considerăm că indicatorul valorii globale reprezintă și un indicator de aprecierea gradului de sustenabilitate a afacerii. Din acest punct de vedere, considerăm faptul că o entitate nu poate fi sustenabilă dacă nu este capabilă să-și acopere obligațiile financiare.

Nu a fost exclusă din model nici *rata solvabilității generale*, deoarece indicatorul este relevant în aprecierea gradului în care entitatea este capabilă să facă față tuturor datoriilor sale, adică atât cele pe termen scurt, cât și cele pe termen lung, adică indicatorul reflectă stabilitatea și durabilitatea financiară a companiei în timp.

Un alt indicator pe care l-am considerat extrem de relevant pentru cercetarea noastră a fost *goodwill-ul*, pe care l-am privit prin prisma diferenței dintre valoarea de piață a afacerii și valoarea contabilă netă sau activul net contabil (ANC), adică reprezintă surplusul valorii companiei față de valoarea activelor sale tangibile și intangibile din bilanț. Din acest punct de vedere, prezența goodwill-ul este legată direct de buna gestionare a activelor de către companie, care generează o rentabilitate superioară celei așteptate de piață[434].

Din perspectiva aprecierii valorii globale a unei companii, pe care am gândit-o ca o însumare a performanței financiare și a performanței ESG, am considerat oportun să evaluăm impactul divulgării informațiilor nefinanciare de tip ESG asupra valorii globale a companiilor luate în studiu.

În acest sens, am apelat la tehnici de scoring pentru a obține indicatori cantitativi exprimați numeric, pentru fiecare din cele trei dimensiuni ale raportării sustenabilității, respectiv gradul de divulgare a informațiilor de mediu, sociale și de guvernanță, pentru care am calculat trei indici individuali de divulgare informațională, respectiv nivelul de raportare a informațiilor de mediu (RM), nivelul de raportare a informațiilor sociale (RS) și nivelul de raportare a informațiilor de guvernanță corporativă (RG).

Un aspect pe care îl considerăm extrem de relevant și care trebuie enunțat, încă de la început, este faptul că în cercetarea noastră s-a optat pentru calcularea indicilor individuali E, S și G și nu a unui indice agregat ESG din dorința de a evalua impactul fiecăruia din cei trei factori analizați asupra valorii globale a firmelor cotate la BVB.

5.4.3. Modelul general matematic

În cadrul cercetării de față, am recurs la utilizarea unor metode de cercetare empirice și analitice, fundamentate pe baza datelor existente pentru perioada analizată. Metoda de cercetare propusă în studiul nostru utilizează analiza de regresie liniară multiplă, cu scopul de a determina influența parțială sau simultană dintre două sau mai multe variabile independente asupra unei variabile dependente. Forma generală a ecuației estimate a modelului de regresie multiplă este:

$$y_i = \alpha_i + \sum_{i=1}^{k} \beta_{ji} \cdot x_i + \varepsilon_i,\ j = 1,\dots,k,\ i = 1,\dots,3, \qquad (1)$$

[434] CECCAR (2019). "*Metode mixte de evaluare a întreprinderilor*", Expertiza și auditul afacerilor, numărul 8, 5-11 martie 2019, disponibil la https://www.ceccarbusinessmagazine.ro/metode-mixte-de-evaluare-a-intreprinderilor-a4576/, accesat la data de 14.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

unde y_i reprezintă variabila dependentă a modelului în raport cu variabilele independente x_i, $i = 1,\ldots,3$, α_i, β_{ji}, $i = 1,\ldots,3$, $j = 1,\ldots,k$ reprezintă coeficienții de corelație și ε_i, $i = 1,\ldots,3$ reprezintă variabilele reziduale, iar valoarea k a modelului general matematic este 4 sau 7. Modelul general matematic propus utilizează *Metoda celor mai mici patrate* (Two-Stage least square - 2SLS) și este particularizat pe indicatorii specifici acestui studiu. Metoda celor mai mici pătrate este considerată superioară vechiului model bazat pe cele mai mici pătrate ordinare (OLS), deoarece valorile calculate se bazează pe variabile care nu sunt corelate cu erorile, și din acest motiv rezultatele modelului în două etape sunt optime.

Această utilizează variabile instrumentale care nu sunt corelate cu termenii de eroare pentru a calcula valorile estimate ale predictorului problematic, în prima etapă, iar apoi utilizează aceste valori calculate pentru a estima un model de regresie liniară a variabilei dependente, în a doua etapă[435].

Pe baza acestui model general matematic, și în acord cu scopul și obiectivele fixate, am propus trei modele statistice, primele două modele sunt bazate doar pe indicatori financiari, fără a ține cont de influența factorilor de tip E, S și G și implică testarea impactului a 4 variabile independente asupra variabilei dependente, iar modelul 3 cuprinde atât indicatori financiari, cât și indicatori de tip E, S și G, pentru a putea testa și influența acestora asupra indicelui de valorii globale și pentru a putea efectua comparații cu modelul 1 și 2 în care s-au folosit doar indicatori financiari.

Pentru modelul al treilea au fost adăugate 3 variabile independente, față de modelul anterior care cuprinde 4 variabile independente, respectiv nivelul de raportare al informațiilor de mediu, sociale și de guvernanță, ajungându-se astfel la un model statistic care testează influența a 7 variabile independente, asupra variabilei dependente. Aceste aspecte sunte redate în tabelul de mai jos, astfel:

Tabelul 5.5. Modelele statistice propuse

Modelul	Variabilele dependente	Tipul modelului
Modelul 1 **2015-2021** *(fundamentat exclusiv pe indicatori financiari)*	***Indicele valorii globale general***	$IVGg = \alpha_1 + \beta_{11} * EPS + + \beta_{21} * RSP + \beta_{31} * RSG + + \beta_{41} * GW + \varepsilon_1$
Modelul 2 **2015-2018** *(fără influența factorilor E, S și G)*	***Indicele valorii globale parțial***	$IVGp = \alpha_2 + \beta_{12} * EPS + + \beta_{22} * RSP + \beta_{32} * RSG + + \beta_{42} * GW + \varepsilon_2$
Modelul 3 **2019-2021** *(ajustat cu influența factorilor E, S și G)*	***Indicele valorii globale ajustat cu E, S și G***	$IVGesg = \alpha_3 + \beta_{13} * EPS + + \beta_{23} * RSP + \beta_{33} * RSG + + \beta_{43} * GW + \beta_5 * RM + + \beta_6 * RS + \beta_7 * RG + \varepsilon_3$

Sursa: Elaborare proprie

Statisticile descriptive ale modelelor propuse au fost elaborate cu ajutorul SPSS 26 și fac referire la medie, deviația standard și numărul de variabile luate în calcul.

Aceste aspecte sunt redate, în tabelul de mai jos, astfel:

[435] IBM (2021). *"Two-Stage Least-Squares Regression"*, disponibil la https://www.ibm.com/docs/en/spss-statistics/26.0.0?topic=regression-two-stage-least-squares, accesat la data de 07.08.2023.

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul 5.6. Statisticile descriptive ale modelului propus

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
IVG	-.009	.926	119
EPS	4.889	16.0576	119
RSP	1.509	1.5346	119
RSG	2.945	2.066	119
GW	.006	1.0623	119
RM	1.101	.587	51
RS	.966	.411	51
RG	1.463	.399	51

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Tabelul statisticilor descriptive, prezentat anterior, reprezintă sinteza modelelor propuse, prin evaluarea corelațiilor dintre variabila dependentă, reprezentată de indicele valorii globale (IVG) și regresorii statistici reprezentați de variabilele independente, luate în studiu și prezentate în tabelul 5.4.

5.5. Rezultate și discuții

În acord cu scopul și obiectivele fixate, în urma modelării statistice, am elaborat 3 modele econometrice, prin care s-a dorit evidențierea factorilor care concură în cea mai mare măsură asupra valorii globale a entităților cotate la BVB. Pentru a realiza acest deziderat au fost concepute 3 modele statitice, astfel:

Modelul 1 - este un model general, care utilizează exclusiv indicatori financiari derivați pentru societățile cotate la BVB, în perioada 2015-2021;

Modelul 2 - este un model parțial, elaborat în baza indicatorilor financiari derivați, calculați pe baza raportărilor financiare ale firmelor cotate din perioada 2015-2018;

Modelul 3 - înglobează atât indicatorii financiari, cât și nefinanciari de tip ESG, pentru perioada 2019-2021, pentru a putea surprinde impactul divulgării factorilor E, S și G asupra valorii globale a companiilor.

Prin urmare, în secțiunile următoare, vom recurge la prezentarea rezultatelor obținute, pentru fiecare din cele trei modele amintite anterior.

5.5.1. Impactul indicatorilor financiari derivați asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB prin prisma unui model econometric general

Așa cum am menționat și în secțiunea de metodologie a cercetării, în primul model elaborat am avut în vedere doar indicatori financiari derivați, obținuți prin procedee statistico-matematice, pe baza informațiilor desprinse din raportările financiare pentru o perioadă de 7 exerciții financiare.

Rațiunea alegerii, în primă instanță, doar a indicatorilor financiari, rezidă din dorința de a testa măsură în care valoarea globală a companiilor (stabilită prin intermediul variabilei dependente IVG), cuprinse în eșantion, poate fi redată doar prin intermediul indicatorilor financiari, pentru ca mai apoi, să putem compara în celelalte două modele, modificările de influență datorate și prezenței indicilor de divulgare E, S și G.

Astfel, în analiza statistică aferentă primului model au intrat toate entitățile cuprinse în eșantion, pentru perioada 2015-2021, din cele 7 sectoare economice luate în calcul, descrise în secțiunea de metodologie a cercetării.

Influența variabilelor independente asupra variabilei dependente a fost testată econometric cu ajutorul SPSS 26, rezultând prin intermediul matricei corelațiilor (a se vedea

Scanned with OKEN Scanner

tabelul 5.7), nivelul de influență a fiecărei variabile independente asupra variabilei dependente reprezentată de indicele valorii globale.

Conform tabelului 5.7. se observă o corelație puternică între *Indicele valorii globale general (IVGg) și Goodwill* în valoare de 0.879. Goodwill-ul este asociat unei percepții favorabile a pieței față de companie, fiind expresia motivelor care justifică atribuirea unei valori globale mai mari activului net reevaluat al companiei.

Tabelul 5.7. Matricea corelațiilor pentru Modelul 1

Correlations						
		IVGg	EPS	RSP	RSG	GW
Pearson Correlation	IVGg	1.000	.540	.146	-.207	.879
	EPS	.540	1.000	.246	-.145	.545
	RSP	.146	.246	1.000	-.042	-.006
	RSG	-.207	-.145	-.042	1.000	-.112
	GW	.879	.545	-.006	-.112	1.000
Sig. (1-tailed)	IVGg	.	.000	.057	.012	.000
	EPS	.000	.	.003	.058	.000
	RSP	.057	.003	.	.327	.476
	RSG	.012	.058	.327	.	.113
	GW	.000	.000	.476	.113	.
N	IVGg	119	119	119	119	119
	EPS	119	119	119	119	119
	RSP	119	119	119	119	119
	RSG	119	119	119	119	119
	GW	119	119	119	119	119

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

În esență, goodwill-ul reprezintă capacitatea companiei de a genera profituri mai mari, decât cele obținute în condiții normale de desfășurare a activității. În cazul nostru, observăm faptul că firmele cotate pot fi apreciate ca fiind entități cunoscute de către investitori, cu istoric îndelungat și cu o notorietate ridicată, care au reușit să-și câștige încrederea investitorilor de pe piața de capital, resimțită printr-o rată de capitalizare ridicată.

Acest lucru semnifică și o bună funcționare a pieței de capital românești, datorită creșterii apetitului pentru investiții în societăți listate la BVB, reflectată prin evoluția în creștere a celui mai important indice al BVB, și anume indicele Bucharest Exchange Trading - BET, care arată evoluția celor mai lichide acțiuni listate la BVB și care a înregistrat o valoare de 11.189,60 puncte, la 31 martie 2021, față de valoarea de 10.813,59 puncte, la nivelul anului 2007, conform unui studiu efectuat de PwC, în anul 2021[436]. Considerăm că aceste rezultate se datorează și efortului întreprins în vederea "promovării BVB la statutul de Piață Emergentă Secundară" și la promovarea standardelor ESG în rândul companiilor listate. Aceste rezultate au fost confirmate și de o serie de studii importante din literatura de specialitate, axate pe problematica importanței deținerii unui goodwill pozitiv în raport cu o valoare globală superioară și implicit asigurarea sustenabilității business-ului.

În ceea ce privește impactul activelor intangibile asupra capitalizării de piață, studiul efectuat de Nwogugu și Nwogugu (2019) arată că aceste *„active reprezintă 60-75% din valoarea capitalizării de piață pe piețele bursiere din majoritatea țărilor dezvoltate din întreaga lume (și procente similare pe piețele bursiere din țările din "lumea a doua")"*[437]. La

[436] PwC, (2021). *"Multiplii de evaluare ai companiilor listate la Bursa de Valori București și ai pieței locale de fuziuni și achiziții"*, disponibil la https://www.pwc.ro/en/publications/MultipliiEvaluare_BVB_2021.pdf, accesat la data de 15.07.2023.

[437] Nwogugu, M. I., Nwogugu, M. I. (2019). *"Intangibles Accounting Regulations and the "Global Intangibles Economy": Belief-Revision, Enforcement Theory and Financial Stability"*. Complex Systems, Multi-Sided Incentives and Risk Perception in Companies, 341-420.

Scanned with OKEN Scanner

rezultate similare cercetării noastre, a ajuns și autorul Ji (2020), care afirmă că „goodwill-ul este legat de prețurile acțiunilor" și că acesta reprezintă un indicator de reflectare a realităților economice ale activelor necorporale direct legate de crearea de rentabilitate excesivă și profit durabil[438].

Rezultatele studiului realizat au scos în evidență faptul că goodwill-ul are o relație pozitivă (+) cu prețul acțiunilor, ca informație contabilă utilă, și că acesta este un activ care reflectă capacitatea de a genera profit în exces, ca profit durabil.

În ceea ce privește corelația dintre indicele valorii globale general și câștigul per acțiune (EPS), rezultatele obținute indică faptul că există o corelație medie în valoare de 0.540, fiind practic al doilea factor de influență asupra variabilei dependente, după goodwill. Acest lucru denotă pragmatismul investitorilor care sunt direct intersați de rentabilitatea investițiilor lor în capitalul entităților cotate. La aceleași rezultate au ajuns și cercetătorii Sutopo și colab. (2018), care au demonstrat faptul că profitul pe acțiune (EPS), variația profitului pe acțiune (EPSC) și valoarea contabilă pe acțiune (BVPS) sunt informații relevante pentru valoarea companiilor. De asemenea, studiul a demonstrat și faptul că variația profitului pe acțiune este asociat pozitiv cu randamentul acțiunilor[439]. Rezultatele modelării econometrice au evidențiat corelații mai slabe, dar totuși pozitive între indicatorul valorii globale general și rata solvabilitatii generale în valoare de 0.207 și, respectiv, între indicatorul valorii globale general și rata solvabilității patrimoniale în valoare de 0.146. În optica noastră, aceste corelații semnifică faptul că companiile cotate la BVB luate în eșantion, sunt companii care se bucură de o solvabilitate ridicată și sunt capabile să își acopere atât datoriile pe termen scurt, cât și datoriile pe termen lung din resursele de care dispun, inclusiv pe seama resurselor proprii.

Studiul realizat de către Orazalin și colab. (2019), confirmă rezultatele noastre în sensul în care autorii subliniază că indicatori, precum: capacitatea financiară, efectul de levier, dimensiunea și vârsta firmei, reprezintă factori de bază importanți care afectează gradul de dificultate financiară și de stabilitate financiară[440]. Pentru a determina coeficientul de corelație și eroarea standard a estimației s-a procedat la elaborarea sumarului modelului (Model Summary), cu scopul de a evidenția coeficientul de determinare R2 care *„exprimă cât la sută din varianța variabilei dependente este explicată de ecuația de regresie"*[441]. Astfel, în urma prelucrării statistice s-a obținut sumarul modelului statistic, prezentat mai jos, astfel:

Tabelul 5.8. Sumarul Modelui 1

Model Summary[b]					
Model	**R**	**R Square**	**Adjusted R Square**	**Std. Error of the Estimate**	**Durbin-Watson**
1	.898[a]	.806	.799	.44802899	.838
a. Predictors: (Constant), GW, RSP, RSG, EPS					
b. Dependent Variable: IVGg					

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Așa cum se poate observa din sumarul modelului, valoarea raportului de corelație este de 0.898, acest lucru denotă faptul că între variabilele independente ale modelului reprezentate de EPS, rata solvabilitatii patrimoniale, rata solvabilitatii generale, goodwill și indicele valorii

[438] Ji, H. (2020). *"Financial Analyses and Corporate Evaluation on Sustainable Ability to Generate Excess Profit"*. Sustainability, 12(11), 4647.

[439] Sutopo, B., Kot, S., Adiati, A. K., Ardila, L. N. (2018). *"Sustainability Reporting and value relevance of financial statements"*. Sustainability, 10(3), 678.

[440] Orazalin, N., Mahmood, M., Narbaev, T. (2019). *"The impact of sustainability performance indicators on financial stability: Evidence from the Russian oil and gas industry"*. Environmental Science and Pollution Research, 26, 8157–68.

[441] Statistică – note de curs, Universitatea Alexandru Ioan Cuza din Iași, Regresia liniară simplă - Excel, SPSS, disponibil la https://profs.info.uaic.ro/~val/statistica/StatWork_7.pdf, accesat la data de 15.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

globale, *există o legătură puternică pentru firme analizate. Acest lucru se datorează faptului că atingerea unei valori globale ridicate a unei companii și implicit dezvoltarea sustenabilă a companiilor cotate depinde într-o mare măsură de notorietatea, poziția și vizibilitatea firmelor cotate, exprimată printr-un goodwill pozitiv, depinde de profitabilitatea investițiilor efectuate de către investitorii actuali, precum și de gradul în care acestea reușesc să se autofinanțeze și să-și acopere datoriile totale (atât cele pe termen scurt, cât și cele pe termen lung).*

Pe baza raportului de determinație (R Square), pentru care s-a obținut valoarea de 0.806, deducem faptul că variația valorii globale a companiilor exprimată cu ajutorul indicelui valorii globale, este explicată în proporție de 80.60% de variația indicatorilor EPS, rata solvabilitatii patrimoniale, rata solvabilitatii generale și goodwill. Acest lucru denotă faptul că variabilele independente luate în analiză sunt extrem de importante în obținerea unei valori globale ridicate și implicit în aprecierea gradului de sustenabilitate a întreprinderilor cotate la BVB, chiar dacă acestea aparțin unor sectoare economice diferite.

Considerăm faptul că aceste variabile trebuie avute în vedere de către management, atunci când întreprind măsuri de creștere a valorii afacerii, a gradului de sustenabilitate pentru companii sau măsuri de menținere a performanței și implicit a sustenabilității lor. Pentru validarea modelului statistic propus și pentru a explica dependența semnificativă dintre variabila dependentă și variabilele independente, s-a procedat la elaborarea testului ANOVA, care reprezintă și un test de semnificație asupra lui R^2.

Tabelul 5.9. Testul ANOVA pentru Modelul 1

ANOVA[a]						
Model		**Sum of Squares**	**df**	**Mean Square**	**F**	**Sig.**
1	**Regression**	95.117	4	23.779	118.464	.000[b]
	Residual	22.883	114	.201		
	Total	118.000	118			
a. Dependent Variable: IVGg						
b. Predictors: (Constant), GW, RSP, RSG, EPS						

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Conform tabelului ANOVA, componentele variației înregistrează următoarele valori: variația explicată estimată 95.117, variația reziduală estimată 22.883 și variația totală estimată 118.000. Valoarea coeficientul Fisher este foarte mare, F = 118.464, *iar valoarea Sig. pentru testul F este mai mică decât 0,05, așadar modelul construit explică dependența semnificativă dintre Indicele valorii globale a companiilorși indicatorii EPS, Rata solvabilitatii patrimoniale, Rata solvabilitatii generale și Goodwill printr-o legătură liniară multiplă.* Din punct de vedere statistic dacă valoarea Sig. este mai mică decâ 0.05 ***modelul liniar multiplu este validat[442] în proporție de 95%.***

Acest lucru prezintă o importanță deosebită pentru cercetarea noastră, axată pe identificarea factorilor dependenți ai valorii globale și implicit a sustenabilității financiare a firmelor cotate la BVB, deoarece se pot face previziuni pentru companiile din domeniile analizate și în special pentru cele din industria gazelor naturale, industria plasticului, industria farmaceutică, industria imobiliară, pentru care s-au obținut cele mai bune rezultate.

Prin urmare, considerăm că rezultatele noastre sunt utile atât investitorilor actuali din aceste sectoare economice, dar și celor potențiali care doresc să afle informații despre sectoarele economice care au înregistrat valori globale ale companiilor în creștere și care sunt astfel cele mai sustenabile și unde randamentul investițiilor lor este cel mai mare, precum și decidenților interni care pot utiliza acest acest model, ca bază pentru fundamentarea măsurilor de menținere a unei valori globale ridicate și implicit a sustenabilității afacerii. În vederea identificării

442 Macovei, A. (2023), *"Econometrie"*, note de curs, Suceava, disponibil la https://feaa.usv.ro/wp-content/uploads/sites/15/2021/10/CIG_III_Econ.pdf, accesat la data de 22.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

informațiilor pentru fiecare variabilă predictor, s-a procedat la elaborarea Tabelului Coeficienților (Coefficients):

Tabelul 5.10. Coeficienții Modelului 1

Coefficients[a]						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.020	.079		-.246	.806
	EPS	.001	.003	.024	.460	.646
	RSP	.084	.026	.140	3.247	.002
	RSG	-.044	.018	-.102	-2.445	.016
	GW	.855	.050	.855	17.108	.000
a. Dependent Variable: IVGg						

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Pe baza valorilor obținute în tabelul *Coeficienților*, s-a procedat la elaborarea **ecuației nestandardizate** a modelului, care îmbracă următoarea formă:

$$IVGg = -0.020 + 0.001 * EPS + 0.084 * RSP - 0.044 * RSG + 0.855 * GW$$

Conform ecuației nestandardizate a modelului prezentată anterior, reies o serie de corelații statistice între variabila dependentă a modelului și variabilele independente. Astfel, putem observa faptul că există o corelație direct proporțională între variabila independentă EPS și Indicele valorii globale (IVGg). *Acest lucru denotă faptul că o creștere a indicatorul EPS, conduce la o creștere a valorii globale a companiei măsurată cu ajutorul IVGg.*

Așadar, valoarea globală a unei companii, adică atingerea unui grad ridicat de sustenabilitate financiară depinde de capacitatea ei de a-și recompensa investitorii. Nici un investitor nu va rămâne în companie, dacă investițiile sale nu sunt recompensate la un grad de randament așteptat și satisfăcător.

Prin urmare, companiile care vor continua să-și răsplătească acționarii la un nivel din ce în ce mai ridicat, vor deveni din ce în ce mai puternice, din punct de vedere a valorii lor globale și, respectiv, mai sustenabile, pentru că vor continua să-și atragă noi investitori. Investitorii potențiali vor căuta să-și plaseze investițiile lor în companiile cu valori globale ridicate, care sunt și cele mai profitabile și unde randamentul investițiilor este ridicat. Prin urmare, considerăm că acest indicator este poate cel mai pragmatic indicator de reflectare a sustenabilității afacerii pentru companiile cotate și trebuie avut în vedere de către toate părțile interesate.

Importanța acestui indicator rezidă și din faptul că în sistemul anglo-saxon de contabilitate, bazat pe piața de capital, acest indicator este principală variabilă avută în vedere atât de către legiutor, cât și de către investitori. De asemenea, acestui indicator i s-a acordat o importanță crucială și prin reglementarea lui conform US-GAAP, în cadrul Accounting Standards Codification (ASC) Topic 260[443], cât și prin IAS 33 Earnings per share[444].

În ceea ce privește corelația variabilei independente reprezentate de rata solvabilității patrimoniale, în raport cu indicele valorii globale general, observăm faptul că între aceste două variabile există o corelație pozitivă și direct proporțională.

[443] Stuart, R. (2020). "*US-GAAP vs IFRS: Earnings per Share*", disponibil la file:///C:/Users/User/Downloads/us_gaap_ifrs_earnings_per_share.pdf%20(1).pdf, accesat la data de 15.07.2023.
[444] Fundația IFRS. (2023). "*IAS 33 Earnings per Share*", disponibil la https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-33-earnings-per-share/, accesat la data de 15.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

Acest lucru denotă faptul că o *creştere a ratei solvabilitatii patrimoniale conduce la o creştere a valorii globale a companiei exprimată în ecuaţia noastră prin intermediul indicelui valorii globale general.*

Considerăm că acest lucru se datorează ponderii capitalurilor proprii în total capital pentru firmele analizate, care reflectă capacitatea de autofinanţare a unei afaceri şi, respectiv, măsura în care afacerea poate să-şi îndeplinească obligaţiile financiare, adică măsura sustenabilităţii ei.

Un aspect interesant al studiului de faţă îl reprezintă corelaţia invers proporţională între rata solvabilităţii generale şi indicele valorii globale general. Modelul propus arată faptul că o creştere a ratei solvabilitatii generale conduce la o scădere a indicelui valorii globale general.

Considerăm că acest lucru se poate datora unui nivel ridicat al activelor totale pentru companiile analizate, care pot genera imobilizări de resurse financiare importante cu efecte negative asupra gradului lor de acoperire a datoriilor totale.

Din perspectiva corelaţiei dintre indicatorul de goodwill şi valoarea globală a companiei măsurată prin intermediul indicelui valorii globale general, observăm o corelaţie pozitivă şi direct proporţională importantă. Acest lucru presupune că o creştere a indicatorului de goodwill va conduce inevitabil la o creştere a valorii globale a companiei.

Această corelaţie denotă importanţă măsurilor întreprinse de către companii în asigurarea notorietăţii şi brandului companiei, precum şi buna funcţionare a pieţei de capital în asigurarea sustenabilităţii afacerilor.

Astfel, recomandăm companiilor cotate să întreprindă măsuri de marketing adecvat care să concure la creşterea notorietăţii companiei, să sporească gradul de comunicare cu părţile interesate, pentru a-şi menţine o bună imagine pe piaţă, aspect care se vor contribui la atingerea unei valori de piaţă ridicate şi implicit atingerea unui nivel ridicat de devoltare sustenabilă.

Pentru a observa ordinea de influenţă a fiecărei variabile independente asupra variabile dependente, am procedat la elaborarea **ecuaţiei standardizate** a modelului, care prezintă următoarea formă:

$$IVGg = 0.024 * EPS + 0.140 * RSP - 0.102 * RSG + 0.855 * GW$$

Conform acestei ecuaţii, ordinea de influenţă asupra variabilelei dependente reprezentată de Indicele valorii globale general este reprezentată de: Goodwill, Rata solvabilitatii patrimoniale, Rata solvabilitatii generale şi EPS. Ecuaţia standardizată evidenţiază aceeaşi importanţă a goodwill-ului, a ratei solvabilităţii patrimoniale şi a EPS în creşterea valorii globale a companiei, adică a sustenabilităţii unui business.

La fel ca şi în cazul ecuaţiei nestandardizate se observă influenţa invers proporţională a ratei solvabilităţii generale asupra valorii globale a companiei, aspect care se poate datora unui nivel ridicat al activelor totale, cu imobilizări importante de resurse financiare (datorită numărului mare de companii aparţinând sectoarelor industrial, de producţie, logistică şi transporturi), dar şi a unui grad ridicat al datoriilor totale, cu efecte negative asupra valorii globale a afacerii.

Cu ajutorul tabloului reziduurilor, am procedat la o analiză a reziduurilor pe sectoare de activitate, pentru a putea obţine o informaţie asupra normalităţii acestora şi a identifica valorile anormale.

Aşa cum putem observa din tabelul Residuals Statistics (tabelul 5.11), care prezintă informaţii despre valorile reziduale, valoarea cea mai mică a reziduului este -0.98510796 (care aparţine industriei producătoare de maşini, aferentă anului 2018), care considerăm că se datorează subperformanţei sectorului auto şi a dependenţei acestui sector de cheltuielile

Scanned with OKEN Scanner

discreționare, subperformanță[445] care s-a înregistrat și în anul 2020 față de anul 2019, în plină criză pandemică, conform unui studiu efectuat de PwC, iar valoarea cea mai mare este 2.82056904 (și aparține sectorului logisticii în anul 2020).

Valorile mari aferente acestui sector sunt atribuite performanței ridicate ale firmelor care operează în sectorul logisticii, direct implicate în refacerea lanțurilor de aprovizionare și desfacere, pentru celelalte industrii, atât de grav afectate pe perioada pandemiei COVID. Sectorul logisticii a reprezentat astfel un sector care a rezistat dificultăților impuse de pandemia sanitară și chiar și-a sporit profitabilitatea și valoarea globală a afacerilor.

Tabelul 5.11. Residuals Statistics[a] pentru Modelul 1

Residuals Statistics[a]					
	Minimum	**Maximum**	**Mean**	**Std. Deviation**	**N**
Predicted Value	-.8985495	4.0080767	.0000000	.89781648	119
Residual	-.98510796	2.82056904	.00000000	.44036981	119
Std. Predicted Value	-1.001	4.464	.000	1.000	119
Std. Residual	-2.199	6.296	.000	.983	119
a. Dependent Variable: IVGg					

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Din aceste considerente, modelul propus poate fi replicat pentru cele 5 sectoare de activitate, mai puțin industria auto și logistică, datorită numărului mic de companii cotate la BVB aparținând aceste sectoare. Acest lucru poate fi observat și din histograma variabilei dependente (figura 5.5) și a diagramei de împrăștiere PP-Plot (figura 5.6), prezentate mai jos.

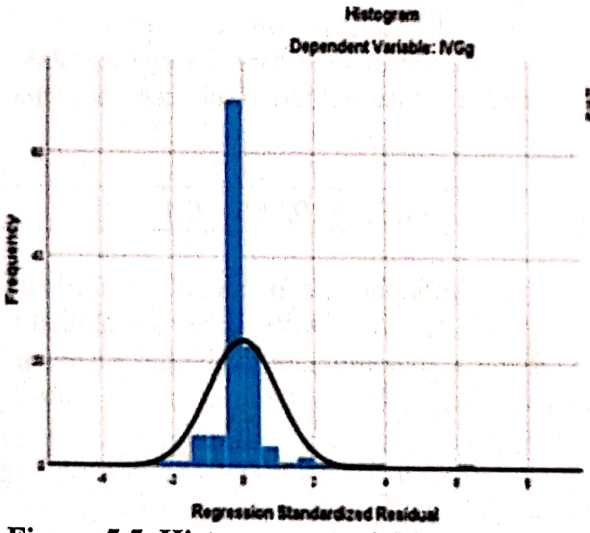


Figura 5.5. Histograma variabilei dependente aferentă Modelului 1

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

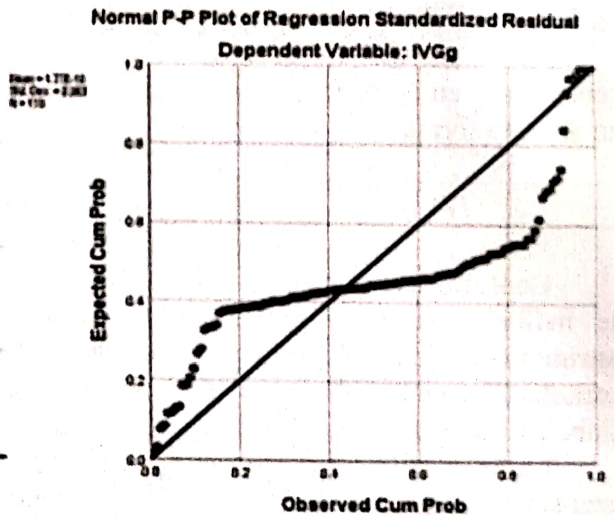


Figura 5.6. Diagrama PP-Plot aferentă Modelului 1

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Pentru industria auto și logistică se recomandă creșterea eșantionului de lucru în viitor, pentru a se putea asigura o comparabilitate mult mai bună pe sectoare de activitate și pentru ca modelul propus să poată fi replicat.

Pentru a testa aplicabilitatea modelului propus și în alte sectoare de activitate, s-a procedat la testarea autocorelării erorilor cu ajutorul SPSS, pentru fiecare variabilă independentă în raport cu variabila dependentă, pentru perioada de 7 ani luată în analiză, respectiv 2015-2021.

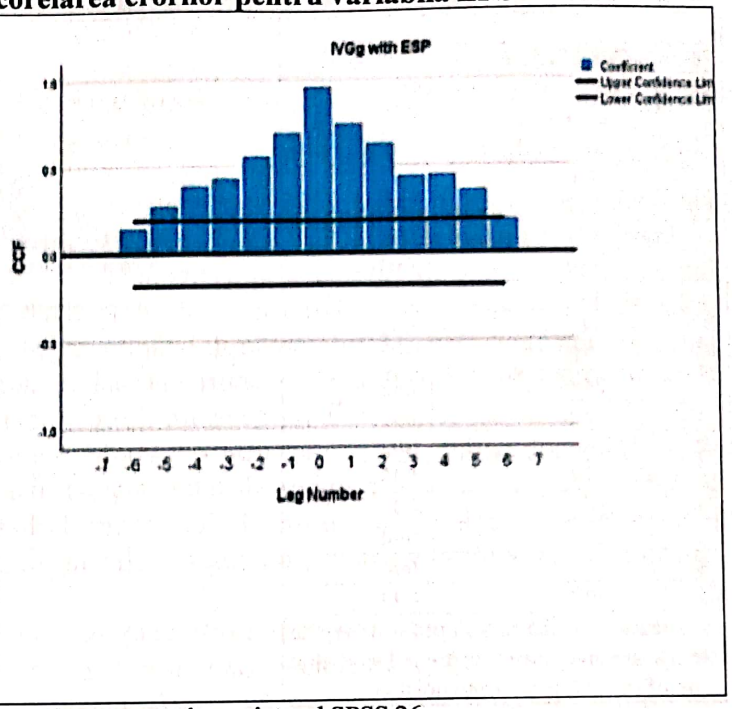
---

[445] PwC, (2021).*"Multiplii de evaluare ai companiilor listate la Bursa de Valori București și ai pieței locale de fuziuni și achiziții"*, disponibil la https://www.pwc.ro/en/publications/MultipliiEvaluare_BVB_2021.pdf, accesat la data de 15.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul 5.12. Autocorelarea erorilor pentru variabila EPS

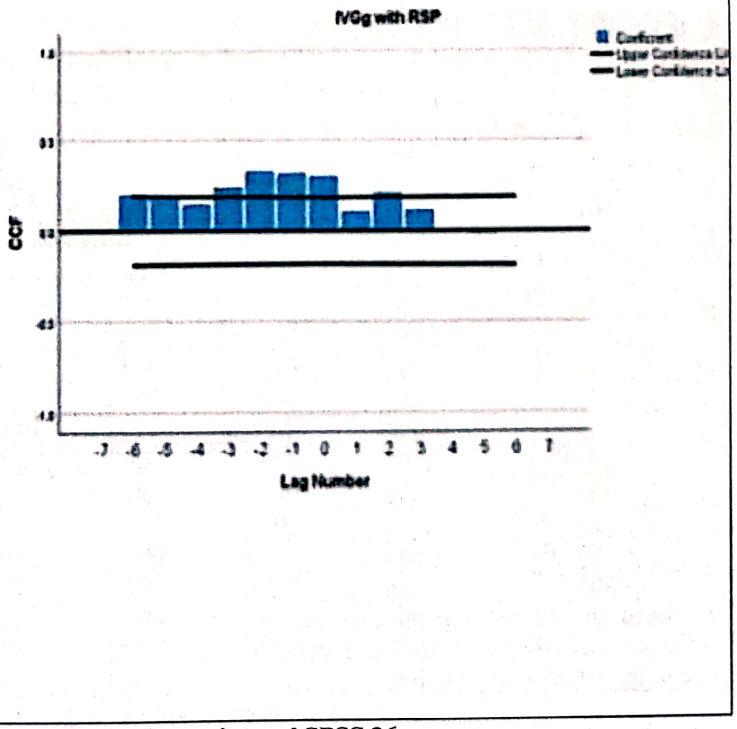
Cross Correlations		
Series Pair: IVGg with EPS		
Lag	Cross Correlation	Std. Error[a]
-7	.000	.094
-6	.144	.094
-5	.274	.094
-4	.389	.093
-3	.430	.093
-2	.559	.092
-1	.693	.092
0	.961	.092
1	.746	.092
2	.630	.092
3	.441	.093
4	.447	.093
5	.359	.094
6	.192	.094
7	.000	.094
a. Based on the assumption that the series are not cross correlated and that one of the series is white noise.		



Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Tabelul 5.13. Autocorelarea erorilor pentru variabila RSP

Cross Correlations		
Series Pair: IVGg with RSP		
Lag	Cross Correlation	Std. Error[a]
-7	.000	.094
-6	.202	.094
-5	.193	.094
-4	.148	.093
-3	.241	.093
-2	.330	.092
-1	.320	.092
0	.302	.092
1	.107	.092
2	.210	.092
3	.116	.093
4	.003	.093
5	-.016	.094
6	-.007	.094
7	.000	.094
a. Based on the assumption that the series are not cross correlated and that one of the series is white noise.		



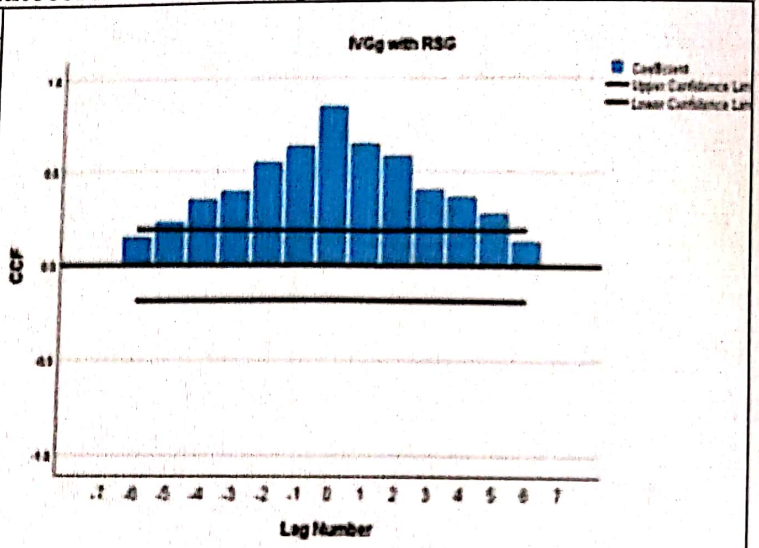
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul 5.14. Autocorelarea erorilor pentru variabila RSG

Cross Correlations		
Series Pair: IVGg with RSG		
Lag	Cross Correlation	Std. Error[a]
-7	.000	.094
-6	.149	.094
-5	.227	.094
-4	.350	.093
-3	.391	.093
-2	.547	.092
-1	.638	.092
0	.849	.092
1	.652	.092
2	.586	.092
3	.404	.093
4	.368	.093
5	.279	.094
6	.132	.094
7	.000	.094

a. Based on the assumption that the series are not cross correlated and that one of the series is white noise.

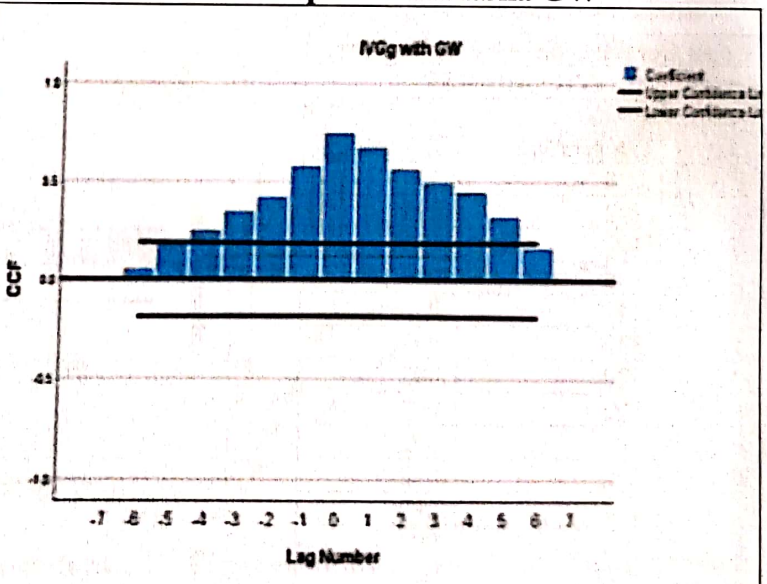


Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Tabelul 5.15. Autocorelarea erorilor pentru variabila GW

Cross Correlations		
Series Pair: IVGg with GW		
Lag	Cross Correlation	Std. Error[a]
-7	.000	.094
-6	.051	.094
-5	.191	.094
-4	.251	.093
-3	.346	.093
-2	.422	.092
-1	.578	.092
0	.748	.092
1	.674	.092
2	.563	.092
3	.495	.093
4	.449	.093
5	.323	.094
6	.163	.094
7	.000	.094

a. Based on the assumption that the series are not cross correlated and that one of the series is white noise.



Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Din analiza autocorelării erorilor, pentru fiecare variabilă independentă, s-a observat faptul că companiile incluse în studiu au prezentat fluctuații minime ale indicelui valorii globale general, ceea ce presupune că au prezentat o dezvoltare uniformă. Cu toate acestea este dificil să se aprecieze, care sectoare au depășit performanța pieței, în general, pentru a se putea recomanda o diversificare a portofoliilor de investiții financiare, datorită faptului că tehnica

Scanned with OKEN Scanner

corelației încrucișate poate măsura doar modelele de date istorice și nu poate reprezenta un instrument de prognoză.

5.5.2. Impactul indicatorilor financiari derivați asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB prin prisma unui model econometric parțial

În vederea îndeplinirii scopului și obiectivelor fixate, am recurs la elaborarea unui model econometric parțial de testare a impactului acelorași variabile independente, reprezentate de câștigul per acțiune, rata solvabilității patrimoniale, rata solvabilității generale și goodwill asupra variabilei dependente reprezentată de indicele valorii globale parțial, pentru un eșantion de 17 firme, pentru perioada 2015-2018, aparținând următoarelor domenii: industia logisticii, industria auto, industria gazelor naturale, industria farmaceutică, industria energetică, industria aluminiului, industria bancară, și a intermedierii tranzacțiilor financiare, industria cartonului, industria plasticului și industria imobiliară. Motivul pentru care au fost incluse doar 17 din cele 91 de companii prezente în studiu a fost reprezentat de faptul că ne-am propus, ca pentru aceleași companii să testăm, în cadrul modelului 3, influența divulgării de informații nefinanciare de tip ESG, asupra valorii globale a afacerilor, reprezentat în studiul nostru de indicele valorii globale.

Un aspect important pe care trebuie să-l precizăm este reprezentat de faptul că primul an în care entitățile cotate la BVB, au raportat informații nefinanciare de tip ESG, a fost anul 2019.

Prin urmare, modelul 2 privește perioada 2015-2018, perioadă pentru care s-au folosit în analiză doar indicatori financiari derivați, pentru ca mai apoi în cadrul modelului 3 să testăm pentru aceleași companii, impactul divulgării de informații nefinanciare de tip ESG, pentru perioada 2019-2021 și să putem efectua comparații pertinente asupra estimării valorii globale a companiilor doar pe baza indicatorilor financiari și, respectiv, estimarea ei și prin luarea în considerare a factorilor ESG. Influența variabilelor independente asupra variabilei dependente a fost testată econometric cu ajutorul SPSS 26, rezultând prin intermediul matricei corelațiilor, nivelul de influență a fiecărei variabile independente asupra variabilei dependente, așa cum se poate observa din tabelul 5.16, astfel:

Tabelul 5.16. Matricea corelațiilor pentru Modelul 2

Correlations						
		IVGp	EPS	RSP	RSG	GW
Pearson Correlation	IVGp	1.000	.457	.124	-.179	.932
	EPS	.457	1.000	.318	-.144	.431
	RSP	.124	.318	1.000	-.068	.071
	RSG	-.179	-.144	-.068	1.000	-.101
	GW	.932	.431	.071	-.101	1.000
Sig. (1-tailed)	IVGp	.	.000	.156	.072	.000
	EPS	.000	.	.004	.121	.000
	RSP	.156	.004	.	.291	.283
	RSG	.072	.121	.291	.	.206
	GW	.000	.000	.283	.206	.
N	IVGp	68	68	68	68	68
	EPS	68	68	68	68	68
	RSP	68	68	68	68	68
	RSG	68	68	68	68	68
	GW	68	68	68	68	68

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Conform tabelului de mai sus putem observa o corelație puternică între Indicele valorii globale parțial și Goodwill în valoare de 0.932. Acest lucru se datorează creșterii exponențiale a pieței de capital românești în perioada analizată, respectiv 2015-2018, așa cum arată studiul

Scanned with OKEN Scanner

efectuat de PwC, în anul 2021, pentru perioada 2007-2020[446]. Acest lucru denotă că o valoare globală ridicată a unei companii poate fi asociată indicatorului reprezentat de Goodwill.

Valoarea mai mare a indicatorului de Goodwill reflectă un apetit crescut al investitorilor pe piața de capital românească, care au apreciat în mod superior valoarea acțiunilor tranzacționate la BVB. Între indicele valorii globale parțial și EPS există o corelație medie pozitivă în valoare de 0.457, ceea ce semnifică o recompensare a investitorilor destul de bună aferentă investițiilor în acțiunile societăților cotate.

O corelație mai slabă, dar totuși pozitivă, putem observa între indicele valorii globale parțial și Rata solvabilitatii patrimoniale în valoare de 0.124. Acest lucru semnifică faptul că deținerea unei ponderi ridicate a capitalurilor proprii în total capitaluri, conduce inevitabil la o valoare globală mai mare și la o dezvoltare sustenabilă pentru companiile cuprinse în acest eșantion. La fel ca și în modelul precedent, se observă o corelație invers proporțională între indicele valorii globale parțial și Rata solvabilitatii generale în valoare de 0.179, pe care o putem asocia unui nivel ridicat al activelor totale pentru companiile analizate, care pot genera imobilizări de resurse financiare importante cu efecte negative asupra gradului lor de acoperire a datoriilor totale. Și pentru acest model, în urma prelucrării statistice s-a obținut sumarul modelui statistic, prezentat mai jos, cu scopul de a determina coeficientul de corelație și eroarea standard a estimației.

Tabelul 5.17. Sumarul Modelului 2

Model Summary[b]					
Model	**R**	**R Square**	**Adjusted R Square**	**Std. Error of the Estimate**	**Durbin-Watson**
2	.938[a]	.880	.872	.37907971	.968
a. Predictors: (Constant), GW, RSP, RSG, EPS					
b. Dependent Variable: IVGp					

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Astfel, așa cum se poate observa din sumarul modelului, valoarea raportului de corelație este de 0.938. Așadar, între variabilele modelului indicele valorii globale parțial, EPS, Rata solvabilitatii patrimoniale, Rata solvabilitatii generale și Goodwill există o *legătură puternică pentru companiile analizate*. Acest lucru se datorează impactului profitabilității, a creșterii goodwilului și a cotațiilor acțiunilor asupra indicele valorii globale parțial. Pe baza raportului de determinație, pentru care s-a obținut valoarea de 0.880, arătăm faptul că variația indicele valorii globale parțial este explicată în proporție de 88% de variația indicatorilor EPS, Rata solvabilitatii patrimoniale, Rata solvabilitatii generale și Goodwill. Pentru validarea modelului statistic propus și pentru a explica dependența semnificativă dintre variabila dependentă și variabilele independente, s-a procedat la elaborarea testului ANOVA, prezentat în tabelul mai jos.

Tabelul 5.18. Testul ANOVA pentru Modelul 2

ANOVA[a]						
Model		**Sum of Squares**	**df**	**Mean Square**	**F**	**Sig.**
2	**Regression**	66.085	4	16.521	114.969	.000[b]
	Residual	9.053	63	.144		
	Total	75.138	67			
a. Dependent Variable: IVGp						
b. Predictors: (Constant), GW, RSP, RSG, EPS						

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

[446] PwC, (2021)."*Multiplii de evaluare ai companiilor listate la Bursa de Valori București și ai pieței locale de fuziuni și achiziții*", disponibil la https://www.pwc.ro/en/publications/MultipliiEvaluare_BVB_2021.pdf, accesat la data de 15.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

Conform testului ANOVA, componentele variației au valorile: variația explicată estimată 66.085, variația reziduală estimată 9.053 și variația totală estimată 75.138. Valoarea coeficientul Fisher este foarte mare, F = 114.969, iar valoarea Sig. pentru testul *F* este mai mică decât 0,05, așadar modelul construit explică dependența semnificativă dintre indicele valorii globale parțial și indicatorii EPS, Rata solvabilitatii patrimoniale, Rata solvabilitatii generale și Goodwill, printr-o legătură liniară multiplă.

Din punct de vedere statistic dacă valoarea sig. este mai mică decâ 0.05 modelul liniar multiplu este validat în proporție de 95%. *Astfel, putem conchide că pe baza modelului propus, se pot face previziuni pentru firmele din domeniile analizate și, în special, pentru firmele din Industria farmaceutică, Industria gazelor naturale, Industria cartonului, Bănci si activități de intermediere a tranzacțiilor financiare.* În vederea identificării informațiilor pentru fiecare variabilă predictor, s-a procedat la elaborarea Tabelului Coeficienților (Coefficients), prezentat mai jos.

Tabelul 5.19. Coeficienții Modelului 2

Coefficients[a]						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2	(Constant)	.046	.086		.535	.595
	EPS	.003	.003	.043	.846	.401
	RSP	.025	.028	.041	.895	.374
	RSG	-.033	.019	-.079	-1.785	.079
	GW	.997	.054	.902	18.537	.000
a. Dependent Variable: IVGp						

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Pe baza valorilor obținute în tabelul Coeficienților, s-a procedat la elaborarea **ecuației nestandardizate** a modelului, care îmbracă următoarea formă:

$$IVGp = 0.046 + 0.003 * EPS + 0.025 * RSP - 0.033 * RSG + 0.997 * GW$$

Din analiza ecuației nestandardizate a modelului propus se poate observa faptul că cea mai mare influență asupra indicele valorii globale parțial este asociată goodwill-ului, urmată de rata sustenabilității patrimoniale și de câștigul per acțiune. La fel ca și în modelul anterior, observăm o corelație invers proporțională între rata solvabilității generale și indicele valorii globale parțial.

Ecuația standardizată a modelului îmbracă următoarea formă:

$$IVGp = 0.043 * EPS + 0.041 * RSP - 0.079 * RSG + 0.902 * GW$$

Din analiza ecuației standardizate a modelului, se poate observa ordinea de influență asupra indicelui valorii globale parțial. Astfel, variabila care impactează cel mai mult este variabila independentă reprezentată de Goodwill, urmată de Rata solvabilitatii generale, Rata solvabilitatii patrimoniale și EPS.

În manieră similară, cu modelul general propus, cu ajutorul tabloului reziduurilor, am procedat *la o analiză a reziduurilor pe sectoare de activitate*, pentru a putea obține o informație asupra normalității acestora și a identifica valorile anormale, așa cum se poate observa în tabelul de mai jos.2

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul 5.20. Residuals Statistics[a] pentru Modelul 2

Residuals Statistics[a]					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.4958383	4.2134905	.0063820	.99314589	68
Residual	-1.55482423	1.62426424	.00000000	.36758977	68
Std. Predicted Value	-.506	4.236	.000	1.000	68
Std. Residual	-4.102	4.285	.000	.970	68
a. Dependent Variable: IVGp					

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Din analiza tabelului Residuals Statistics, care oferă informații despre valorile reziduale, se observă faptul că valoarea cea mai mică a reziduului este -1.55482423, care aparține industriei auto, în anul 2018, iar valoarea cea mai mare este 1.62426424, asociată sectorului logisticii, în anul 2020, așa cum au fost ele confirmate și explicate în modelul anterior.

Din aceste considerente, așa cum am precizat și în modelul general, modelul indicelui valorii globale parțial, poate fi replicat pentru cele 5 sectoare de activitate, mai puțin industria auto și logistică, datorită numărului mic de companii cotate la BVB aparținând acestor sectoare. Acest lucru poate fi observat și din histograma variabilei dependente (figura 5.3) și a diagramei de împrăștiere PP-Plot, prezentate mai jos.

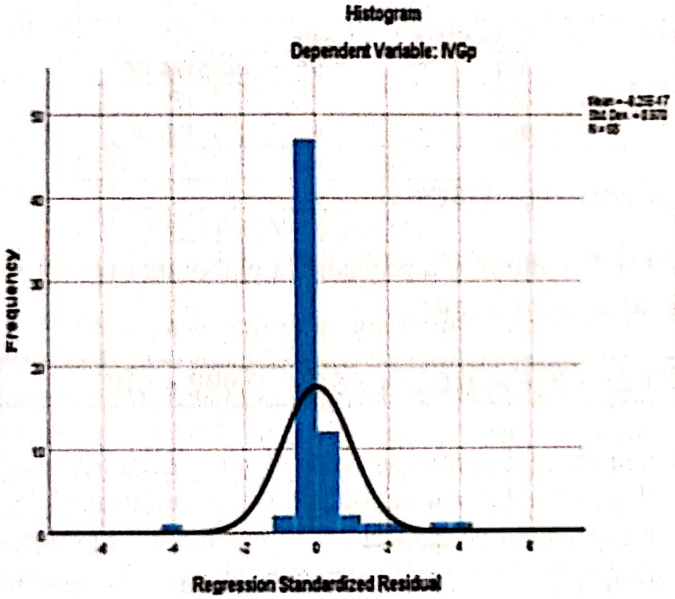


Figura 5.7. Histograma variabilei dependente aferentă Modelului 2

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

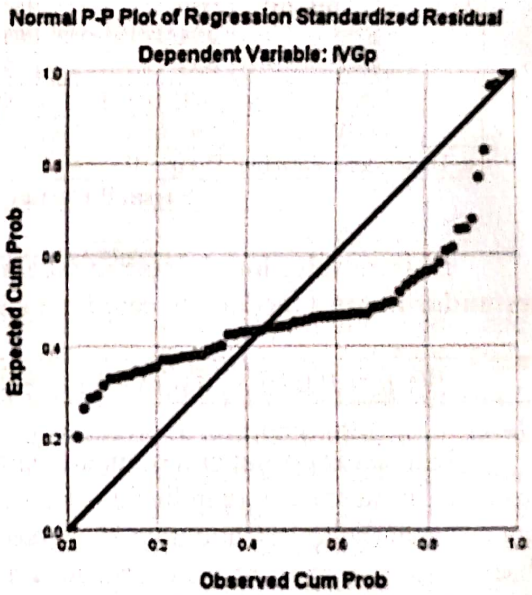


Figura 5.8. Diagrama PP-Plot aferentă Modelului 2

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Prin urmare, modelul indicelui valorii globale parțial, nu se poate aplica pentru Industria mașinilor și Industia logisticii, datorită numărului mic de entități cotate cuprinse în aceste sectoare de activitate, testatarea acerstuia pe eșantioane mai mari de companii reprezentând pentru noi o direcție viitoare de cercetare.

5.5.3. Evaluarea impactului indicatorilor financiari și nefinanciari de tip E, S și G asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB prin prisma unui model econometric

Includerea factorilor E, S și G în modelele de evaluare a companiilor a evoluat considerabil în ultima perioadă, subiectul fiind unul extrem de dezbătut în literatura științifică internațională, companiile fiind din ce în ce mai mult preocupate de investiții de tip ESG.

Scanned with OKEN Scanner

În acest sens, studiul realizat de PwC arată că investiţiile de tip ESG se fundamentează pe o nouă optică a companiilor în *"alocarea activelor şi în deciziile privind asumarea riscurilor, cu scopul de a genera randamente financiare sustenabile"*[447].

Astfel, în contextul celor menţionate anterior şi în vederea atingerii obiectivului O4 al cercetării de faţă privind cuantificarea influenţei divulgării informaţiilor nefinanciare de tip ESG asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB, s-a recurs la elaborarea modelui econometric 3, pentru aceleaşi entităţi şi indicatori financiari cuprinşi în modelul 2.

Pentru acest model s-au folosit informaţiile financiare aferente perioadei 2019-2021, la care s-au mai adăugat trei variabile independente reprezentate de indicii de divulgare a informaţiilor de mediu, sociale şi de guvernanţă. Aceşti indici au fost obţinuţi prin procedee de scoring, plecând de la informaţiile narative culese din bilanţurile de sustenabilitate ale aceloraşi 17 companii, utilizate şi la modelul 2, în perioada 2019-2021.

Astfel, prin compararea modelului 2, aferent perioadei 2015-2018, pe baza informaţiilor financiare, cu modelul 3, în care s-au utilizat atât informaţii financiare, cât şi informaţii nefinanciare de tip ESG, pentru perioada 2019-2021, putem cuantifica impactul informaţiilor nefinanciare de tip ESG asupra valorii globale a companiilor comensurată prin intermediul indicelui valorii globale ajustat cu factorii E, S şi G, *în acord cu teoria legitimităţii*[448]*, care postulează că entităţile oferă o raportare ESG mai mare pentru a legitima şi justifica existenţa continuă a companiei.*

La aceste concluzii au ajuns şi cercetătorii Manes-Rossi şi colab. (2018), întru-un studiu care a urmărit pe de o parte, stadiul raportării nefinanciare, la nivel european, din punct de vedere normativ şi practic şi pe de altă parte, analiza conformităţii orientărilor UE 2017/C215/01 prin efectuarea unei analize de conţinut pe un eşantion de rapoarte anuale şi rapoarte integrate (RI) întocmite de cele mai mari 50 de companii europene, care au demonstrat că o atenţie deosebită este acordată aspectelor sociale, angajaţilor şi mediului şi că companiile au demonstrat o conştientizare comună a necesităţii de a furniza o cantitate exhaustivă de informaţii sociale şi de mediu pentru a-şi menţine legitimitatea[449].

În acest sens, influenţa variabilelor independente asupra variabilei dependente a fost testată econometric cu ajutorul SPSS 26, rezultând prin intermediul matricei corelaţiilor (a se vedea tabelul 5.21), nivelul de influenţă a fiecărei variabile independente asupra variabilei dependente reprezentată de indicele valorii globale, ajustat cu influenţa E, S şi G.

Din tabelul matricei corelaţiilor, se observă o corelaţie puternică între variabila dependentă reprezentată de indicele valorii globale ajustat cu influenţa factorilor E, S şi G (IVGesg) şi Goodwill în valoare de 0.821, uşor mai mică decât aceaşi influenţă din modelul 2. Aceste aspecte pot fi explicate şi prin numărul mai redus de companii luate în eşantion care au publicat informaţii ESG, precum şi a perioadei mai scurte de analiză, respectiv 3 ani, în comparaţie cu 4 ani.

Cu toate acestea, influenţa informaţiilor nefinanciare asupra variabilei dependente are o pondere importantă, ceea ce arată că publicarea de informaţii nefinanciare de tip E, S şi G concură la creşterea valorii globale a companiilor, prin instaurarea unui climat de încredere între companii şi investitori, cuantificată prin intermediul indicatorului de Goodwill.

---

[447] PwC (2021). "Multiplii de evaluare ai companiilor listate la Bursa de Valori Bucureşti şi ai pieţei locale de fuziuni şi achiziţii", disponibil la https://www.pwc.ro/en/publications/MultipliiEvaluare_BVB_2021.pdf, accesat la data de 17.07.2023.

[448] Abdul Rahman, R., Alsayegh, M. F. (2021). *"Determinants of corporate environment, social and governance (ESG) reporting among Asian firms"*. Journal of Risk and Financial Management, 14(4), 167.

[449] Manes-Rossi, F., Tiron-Tudor, A., Nicolò, G., Zanellato, G. (2018). *"Ensuring more sustainable reporting in Europe using non-financial disclosure—De facto and de jure evidence"*. Sustainability, 10(4), 1162.

Scanned with OKEN Scanner

Aceste rezultate confirmă ipoteza 3 de cercetare (H3), conform căreia, divulgarea de informații de tip E, S și G acestora conduc la o creștere a valorii globale a companiilor.

Tabelul 5.21. Matricea corelațiilor pentru Modelul 3

Correlations									
		IVGesg	EPS	RSP	RSG	GW	RM	RS	RG
Pearson Correlation	IVGesg	1.000	.673	.182	-.259	.821	.234	.501	.060
	EPS	.673	1.000	.129	-.147	.694	.168	.260	.052
	RSP	.182	.129	1.000	.010	-.111	-.101	-.138	-.135
	RSG	-.259	-.147	.010	1.000	-.131	.287	-.177	.207
	GW	.821	.694	-.111	-.131	1.000	.277	.398	.024
	RM	.234	.168	-.101	.287	.277	1.000	.648	.558
	RS	.501	.260	-.138	-.177	.398	.648	1.000	.533
	RG	.060	.052	-.135	.207	.024	.558	.533	1.000
Sig. (1-tailed)	IVGesg	.	.000	.100	.033	.000	.049	.000	.338
	EPS	.000	.	.184	.152	.000	.119	.033	.360
	RSP	.100	.184	.	.471	.220	.240	.167	.173
	RSG	.033	.152	.471	.	.180	.020	.107	.073
	GW	.000	.000	.220	.180	.	.025	.002	.435
	RM	.049	.119	.240	.020	.025	.	.000	.000
	RS	.000	.033	.167	.107	.002	.000	.	.000
	RG	.338	.360	.173	.073	.435	.000	.000	.
N	IVGesg	51	51	51	51	51	51	51	51
	EPS	51	51	51	51	51	51	51	51
	RSP	51	51	51	51	51	51	51	51
	RSG	51	51	51	51	51	51	51	51
	GW	51	51	51	51	51	51	51	51
	RM	51	51	51	51	51	51	51	51
	RS	51	51	51	51	51	51	51	51
	RG	51	51	51	51	51	51	51	51

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Cu toate că BVB a încheiat un acord cu Sustainalytics, care se referă la promovarea standardelor ESG în rândul companiilor listate în anul 2020, conform unui studiu[450] efectuat de PwC, cele 17 companii cotate au publicat informații nefinanciare de tip ESG (care reprezintă aproximativ 20% din numărul de companii listate la BVB, ajungând în anul 2022 la aproximativ 30%, conform datelor furnizate de PwC România[451]), începând cu anul 2019, ceea ce denotă că acestea au conștientizat importanța raportării informațiilor nefinanciare de tip ESG pentru satisfacerea intereselor părților interesate și a alinierii la cerințele recomandate de către reglementări.

Aspecte similare au fost menționate și în studiul efectuat de către Tiron-Tudor și colab. (2019), axat pe investigarea nivelurile de divulgare a informațiilor de către companiile listate din România înainte și după implementarea Directivei Europene 2014/95 (EUD), cu scopul a explora efectele acestei reglementări din perspectiva instituțională, care au demonstrat o ușoară creștere a nivelului de divulgare[452], după intrarea în vigoare a EUD.

---

[450] PwC (2021). *"Multiplii de evaluare ai companiilor listate la Bursa de Valori București și ai pieței locale de fuziuni și achiziții"*, disponibil la https://www.pwc.ro/en/publications/MultipliiEvaluare_BVB_2021.pdf, accesat la data de 16.07.2023.

[451] Movileanu, M. (2022). *"Partner and ESG Leader PwC Romania, PwC Romania report: Only 30% of BVB-listed companies have an ESG implementation plan"*, disponibil la https://www.pwc.ro/en/publications/2022-PwC-BVB-Survey-Results.pdf, accesat la data de 16.07.2023.

[452] Tiron-Tudor, A., Nistor, C. S., Ștefănescu, C. A., Zanellato, G. (2019). *"Encompassing non-financial reporting in a coercive framework for enhancing social responsibility: Romanian listed companies'case"*. Amfiteatru Economic, 21(52), 590-606.

Scanned with OKEN Scanner

În aceeaşi linie cu studiul nostru este şi studiul realizat de Ji (2020) pe un eşantion de companii cotate pe piaţa coreană de capital, sub aspectul analizei financiare a pieţei privind goodwill-ul, care a scos în evidenţă faptul că goodwill-ul este legat de preţurile acţiunilor[453] şi *implicit de crearea de valoare adăugată şi profit sustenabil.*

În ceea ce priveşte analiza corelaţiei dintre IVGesg, ca variabilă dependentă şi variabila independentă reprezentată de câştigul pe acţiune (EPS)[454] se observă existenţa unei corelaţii medie în valoare de 0.673, dar mai mare decât în cazul modelului 1 (0.540) şi decât în cazul modelul 2 (0.457), ceea ce semnifică faptul că raportarea de informaţii nefianciare de tip ESG, conduce la creşterea rentabilităţii acţiunilor investite, prin creşterea profitabilităţii companiilor cotate la BVB, deoarece acest indicator reprezintă expresia profitabilităţii unei companii. *Aceste rezultate confirmă ipoteza a 2-a a cercetării, conform căreia, divulgarea informaţiilor ESG are o influenţă pozitivă asupra performanţei şi sustenabilităţii financiare.*

Acest lucru este cu atât mai important cu cât perioada analizată, respectiv 2019-2021, este o perioadă în care şi piaţa de capital din România a fost afectată de criza sanitară COVID 19. Conform unui studiu efectuat de PwC pe companiile listate la BVB, scăderile înregistrate în anul 2019, au fost recuperate până la finalul anului 2020, tendinţă care a continuat şi în anul 2021[455].

La aceleaşi rezultate au ajuns şi cercetătorii Sutopo şi colab. (2018) efectuat pe două eşantioane de companii, respectiv 110 companii care au fost premiate pentru implementarea principiilor de raportare a sustenabilităţii şi 110 companii care nu au raportat informaţii privind sustenabilitatea. Rezultatele comparaţiei între companiile care raportează informaţii privind sustenabilitatea şi companiile care nu au raportat acest tip de informaţii, au relevat faptul că asocierea pozitivă între câştigul per acţiune (EPS) şi preţul acţiunilor (P) şi asocierea pozitivă a EPS cu randamentul acţiunilor (R) pentru firmele care raportează informaţii privind sustenabilitatea sunt mai mari decât cele înregisitrate pentru firmele care nu au implementat raportarea sustenabilităţii.

Studiul realizat de Bifulco şi colab. (2023) focusat pe relaţia dintre scorul ESG şi valorile de piaţă, pentru companiile listate în STOXX Europe 600, acoperind perioada 2014-2020, conduce la rezultate contrare în sensul că autorii acestui studiu arată că există o relaţie negativă între scorul ESG şi preţurile acţiunilor[456], în timp ce prezenţa unui comitet CSR ca variabilă moderatoare nu generează nicio dovadă semnificativă a scorului ESG.

Prin urmare, raportarea sustenabilităţii reprezintă un răspuns la cererea crescândă de informaţii venite din partea investitorilor, care doresc să cunoască pe lângă informaţiile financiare şi informaţii nefinanciare legate de riscurile şi oportunităţile companiilor în care deţin acţiuni.

Aşadar, considerăm că raportarea de informaţii nefinanciare poate conduce la creşterea investiţiilor în aceste firme, prin sporirea investiţiilor realizate de investitorii actuali, cât şi prin atragerea de noi investitori, care îşi vor putea fundamenta deciziile de investire în cunoştinţă de cauză.

Informaţiile prezentate anterior sunt confirmate şi de nivelul de corelaţie între IVGesg şi nivelul de raportare a informaţiilor sociale, pentru care există o corelaţie medie în valoare de 0.501.

---

[453] Ji, H. (2020). *"Financial Analyses and Corporate Evaluation on Sustainable Ability to Generate Excess Profit"*. Sustainability, 12(11), 4647.

[454] Sutopo, B., Kot, S., Adiati, A. K., Ardila, L. N. (2018). *"Sustainability Reporting and value relevance of financial statements"*. Sustainability, 10(3), 678.

[455] PwC (2021), Multiplii de evaluare ai companiilor listate la Bursa de Valori Bucureşti şi ai pieţei locale de fuziuni şi achiziţii, disponibil la https://www.pwc.ro/en/publications/MultipliiEvaluare_BVB_2021.pdf, accesat la data de 16.07.2023.

[456] Bifulco, G. M., Savio, R., Paolone, F., Tiscini, R. (2023). *"The CSR committee as moderator for the ESG score and market value"*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management.

Scanned with OKEN Scanner

Prin urmare, observăm faptul că *raportarea informațiilor sociale* este deosebit de importantă în contextul creşterii valorii globale şi asigurării sustenabilității afacerilor, *companiile de la BVB alegând să raporteze cu precădere informații cu caracter social.*

Aceste rezultate confirmă prima ipoteză a cercetării noastre (H1), conform căreia, includerea informațiilor de tip E, S şi G în modelele de evaluare a întreprinderii conduce la îmbunătățirea acestora, evidențiind beneficiile pe termen lung ale unei abordări holistice asupra sustenabilității companiei.

Considerăm faptul că aceste aspecte se datorează şi impactului puternic al crizei sanitare COVID 19 asupra întregului mapamond şi implicit asupra economiei românești, cu implicații importante asupra scăderii nivelului de trai al populației *şi, din aceste considerente, a implicării companiilor cotate la BVB în cauze sociale legate de diminuarea efectelor acestei pandemii asupra comunităților locale.*

În aceeaşi linie cu cercetarea noastră este şi studiul realizat de cercetătorii Radu şi colab. (2023) şi focusat pe studierea legăturii conceptuale dintre competitivitatea țării şi performanța ESG corporativă, ale cărui rezultate demonstrează faptul că cea mai mare contribuție la atingerea competitivității țării este legată de pilonul social, în special de dimensiunea forței de muncă, pentru organizațiile luate în studiu şi că performanța ESG corporativă este mapată pe şase piloni din 12 privind competitivitatea țării, pentru entitățile care activează fie în industrii financiare, fie non-financiare, cu o pondere diferită alocată fiecăruia dintre cei trei piloni ESG[457].

Rezultate similare, sub acest aspect, au fost obținute şi de alți cercetători focusate pe impactul factorilor ESG asupra creşterii valorii globale a companiilor şi asigurarea sustenabilității afacerilor. Cu referire la studierea legăturii dintre performanța ESG corporativă şi obiectivele de dezvoltare durabilă ale ONU, studiul realizat de cercetătorii Radu şi colab. (2023), pe două companii cotate la BVB, din sectorul sectorul petrol şi gaze şi servicii financiare, în anul 20121, au scos în evidență faptul că *cea mai mare contribuție la realizarea obiectivelor de dezvoltare durabilă (ODD), pentru compania din sectorul petrol şi gaze, este legată de pilonul social, în special de forța de muncă şi dimensiunea comunității, în timp ce pentru instituția bancară cea mai semnificativă contribuție la îndeplinirea ODD-urilor este legată de pilonul de mediu, în special de emisii*[458].

Studiul realizat de Sahlian şi colab. (2023) pe un eşantion de companii listate la bursele europene în perioada 2003-2021 şi care a avut ca scop examinarea relevanței valorice a scorurilor ESG (mediu, social şi guvernanță) înainte, în timpul şi după perioade economice tumultoase (inclusiv criza financiară din 2008 şi pandemia COVID-19), în relație cu performanța financiară, a relevat faptul că, pe lângă informațiile financiare privind performanța companiei, şi informațiile nefinanciare prezintă o importanță deosebită în fundamentarea deciziile părților interesate, printre aceste surse de informații se numără şi divulgarea informațiilor de tip ESG, care dețin şi ele un rol important în acest proces decizional, *ținând cont de influența pe care corporațiile o au asupra comunităților în care îşi desfăşoară activitatea. Prin urmare şi acest studiu relevă importanța divulgării de informații de tip social, în fundamentarea deciziilor de afaceri.*

De asemenea, studiul efectuat de către autori precum Alsayegh şi colab. (2020) care a fost focusat pe impactul divulgării informațiilor de tip ESG asupra performanței sustenabilității în rândul firmelor asiatice din 2005 până în 2017, a demonstrat faptul că dezvăluirea implementării

---

[457] Radu, O. M., Dragomir, V. D., Ionescu-Feleagă, L. (2023). *"The Conceptual Link between Country Competitiveness and Corporate ESG Performance"*. In Proceedings of the International Conference on Business Excellence, Vol. 17, No. 1, pp. 763-775, Sciendo.

[458] Radu, O. M., Dragomir, V. D., Ionescu-Feleagă, L. (2023). *"The Link between Corporate ESG Performance and the UN Sustainable Development Goals"*. In Proceedings of the International Conference on Business Excellence, Vol. 17, No. 1, pp. 776-790, Sciendo.

Scanned with OKEN Scanner

strategiilor de mediu şi sociale în cadrul unui sistem eficient de guvernanţă corporativă în cadrul companiei consolidează performanţa şi sustenabilitatea corporativă. Studiul relevă, de asemenea, faptul că performanţa de mediu şi performanţa socială sunt semnificativ legate pozitiv de performanţa economică durabilă, *ceea ce indică faptul că performanţa durabilă a corporaţiei, valoarea economică şi crearea de valoare pentru companie sunt interdependente*[459].

Rezultatele studiului realizat de autorii Ye şi colab. (2022) axat pe relaţia dinamică dintre indicatorii ESG, randamentele bursiere şi performanţa sustenabilă reflectată prin intermediul dimensiunilor economice, de mediu şi sociale în perioada 2010-2018, pe un eşantion de firme cotate pe pieţele de capital din UE, *au relevat un impact semnificativ şi pozitiv al tuturor celor trei măsuri ale practicilor durabile reflectate de companiile vizate asupra dimensiunilor economice, de mediu şi sociale ale performanţei*[460]. *Aceiaşi autori atrag atenţia asupra faptului că acele companii care raportează o mai mare divulgare a informaţiilor ESG în rapoartele lor anuale confirmă randamente bursiere mai bune, aşa cum arată şi studiul nostru prin impactul variabilei EPS (0.673) asupra valorii globale a companiilor. De asemenea, rezultatele aceluiaşi studiu arată că dinamica ESG aduce o contribuţie valoroasă în crearea unor avantaje durabile.*

În ceea ce priveşte, influenţa variabilei reprezentate de nivelul de raportare a informaţiilor de mediu asupra variabilei dependendente reprezentate de IVGesg, se observă o corelaţie slabă, dar totuşi pozitivă în valoare de 0.234.

Acest lucru denotă faptul că entităţile luate în studiu sunt preocupate de raportarea informaţiilor de mediu, în acord cu recomandările stipulate în Directivă europenă privind raportarea informaţiilor nefinanciare (NFRD, care a fost înlocuită recent de către Directiva UE privind raportarea corporativă de sustenabilitate (CSRD).

O altă cauză pe care o asociem nivelului redus de divulgare a informaţiilor de mediu rezidă din inexistenţa unei legislaţii clare în acest domeniu, a lipsei unui format standardizat al bilanţului de sustenabilitate, precum şi a caracterului voluntar al divulgării lor (vechea directivă NFRD cuprindea recomandări fără caracter obligatoriu[461]).

Din analiza bilanţurilor de sustenabilitate s-a observat faptul că entităţile au fost preocupate, în special, de divulgarea unor informaţii referitoare la biodiversitate, deşeuri şi emisii şi energie, ignorând aspecte ce ţin de evaluarea furnizorilor de mediu, consum de apă şi materiale. De asemenea, s-a observat o tendinţă de creştere a calităţii divulgării informaţiilor de mediu, în special în anul 2021, comparativ cu anul 2020 şi anul 2019 şi, respectiv, un grad mai ridicat de armonizare a formatului bilanţului de sustenabilitate. În anul 2019, anul de debut a raportării ESG, am observat că pentru multe companii, nici nu a existat un bilanţ de sustenabilitate, ci un raport voluntar de raportare a informaţiilor nefinanciare.

Cercetarea realizată de Constantin şi colab. (2020), atrage atenţia asupra importanţei opiniilor părţilor interesate cu privire la conţinutul şi formatul de prezentare a rapoartelor de mediu, aspect pe care îl considerăm relevant în scopul creşterii calităţii divulgării informaţiilor de mediu în contextul raportării sustenabilităţii[462].

---

[459] Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., Homayoun, S. (2020). *"Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure"*. Sustainability, 12(9), 3910.

[460] Ye, C., Song, X., Liang, Y. (2022). *"Corporate sustainability performance, stock returns, and ESG indicators: Fresh insights from EU member states"*. Environmental Science and Pollution Research, 29(58), 87680-87691.

[461] Directiva 2014/95/UE a Parlamentului European şi a Consiliului (1) privind prezentarea de informaţii nefinanciare şi de informaţii privind diversitatea de către anumite întreprinderi şi grupuri mari, disponibil la https://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)&from=EN, accesat la data de 16.07.2023.

[462] Constantin, D. M. O., Topor, D. I., Căpuşneanu, S., Manole, A. L. (2020). *„Sustainability reporting: Stakeholders and reporting of sustainability accounting information"*. In Management accounting standards for sustainable business practices (pp. 92-117). IGI Global.

Scanned with OKEN Scanner

Prin apel la literatura relevantă, am realizat şi pentru acest indicator o cuplare a rezultatelor obţinute în urma modelării econometrice cu rezultatele altor studii, demers prin care am observat faptul că rezultatele studiului nostru au fost confirmate şi de alte studii realizate pe acelaşi topic. Astfel, studiul realizat de Li şi colab. (2023), focusat pe analiza empirică a relaţiei dintre calitatea dezvăluirii informaţiilor ESG şi valoarea firmei, a dezvăluit faptul că există o corelaţie pozitivă între calitatea ESG şi valoarea firmei. De asemenea, studiul a scos în evidenţă faptul că deşi impactul mediului (E) şi al societăţii (S) asupra valorii firmei este mai mare decât cel al guvernanţei (G), îmbunătăţirea fiecărui indicator individual al scorului ESG va creşte valoarea firmei[463].

Aceleaşi rezultate au fost obţinute şi de studiul nostru, modelul econometric propus relevând o influenţă de 0.504 pentru nivelul de raportare social, de 0.234 pentru nivelul raportării de mediu şi de 0.060 pentru nivelul de raportare a informaţiilor privind guvernanţa corporativă. În ceea ce priveşte influenţa variabilei dependente reprezentate de Rata solvabilitatii generale, asupra IVGesg, modelul propus a arătat un grad de corelare negativ de 0.259, pe care o asociem unui grad ridicat de imobilizare a resurselor financiare în active.

În ceea ce priveşte impactul Ratei solvabilitatii patrimoniale asupra IVGesg, observăm un raport de corelaţie direct proporţională, în valoare de 0.182 mai mare decat la modelul 1, *ceea ce denotă că în perioadele de dificultate financiară entităţile şi-au capitalizat profiturile, mărindu-şi considerabil proporţia capitalurilor proprii în total capitaluri, ca măsură de precauţie şi de creştere a gradului de autofinanţare.*

Nivelul de corelaţie extrem de scăzut, dar totuşi pozitiv, dintre IVGesg şi Nivelul de raportare a informaţiilor de guvernanţă în valoare de 0.060, reflectă tendinţa refractară a companiilor cotate la BVB de a divulga informaţii privind guvernanţa.

Din analiza şi prelucrarea datelor privind guvernanţa desprinse din bilanţul de sustenabilitate a companiilor din eşantion, am observat faptul că informaţii precum: drepturile acţionarilor şi angajamentul părţilor interesate, dar şi remunerarea executivilor sunt cel mai puţin divulgate. Acest lucru semnifică un grad ridicat de secretomanie pentru aceste aspecte, pe care le considerăm cele mai sensibile. Corelaţia slabă a indicatorului de divulgare a informaţiilor privind guvernanţa asupra indicelui valorii globale ajustat cu ESG, se explică şi prin faptul că, în anul 2019 şi pe alocuri în anul 2020, informaţiile privind guvernanţa nu au fost raportate în bilanţul de sustenabilitate al companiilor analizate.

Sub acest aspect, studiul realizat de Nicolo şi colab. (2023) şi focusat pe examinarea impactului mecanismelor de guvernanţă corporativă asupra dezvăluirii de mediu, socială şi guvernanţă (ESG) a 265 de organizaţii din întreaga lume care operează în sectorul utilităţilor în perioada 2011-2019, a reliefat faptul că independenţa consiliului de administraţie şi existenţa unui anumit comitet de responsabilitate socială corporativă (CSR)/sustenabilitate, constituie factori pozitivi ai nivelurilor generale de dezvăluire ESG ale companiilor din eşantion şi că dimensiunea consiliului de administraţie influenţează pozitiv divulgarea de mediu şi socială[464].

Studiul realizat de Tăchiciu şi colab. (2021) şi focusat pe investigarea modului în care instituţiile bancare din România tratează managementul riscului reputaţional şi, respectiv, pe analiza de conţinut al rapoartelor non-financiare ale unor instituţii financiare prin prisma maturităţii cu care acestea tratează sustenabilitatea, demonstrează faptul că există o întârziere în înţelegerea semnificaţiei riscului reputaţional şi o decuplare a politicilor de responsabilitate corporativă de riscurile asociate modelului de afaceri[465].

---

[463] Li, J., Li, W., Chen, S. (2023). *"The impact of ESG information disclosure quality on firm value"*. In SHS Web of Conferences (Vol. 154, p. 02001). EDP Sciences.

[464] Nicolo, G., Zampone, G., Sannino, G., Tiron-Tudor, A. (2023). *"Worldwide evidence of corporate governance influence on ESG disclosure in the utilities sector"*. Utilities Policy, 82, 101549.

[465] Tăchiciu, L., Fülöp, M. T., Marin-Pantelescu, A., Oncioiu, I., Topor, D. I. (2020). *"Non-financial reporting and reputational risk in the Romanian financial sector"*. Amfiteatru Economic, 22(55), 668-691.

Scanned with OKEN Scanner

Aceste rezultate demostrează necesitatea integrării ESG în modele de guvernanţă corporativă, în scopul eficientizării ei, mai ales în condiţii de instabilitate financiară şi crize suprapuse, atunci când entităţile trebuie să îşi regândească strategiile de afaceri şi să le includă în politicile de guvernanţă corporativă, să regândească strategii în funcţii de planuri de afaceri revizuite şi să-şi regândească modelele de guvernanţă corporativă în funcţie de priorităţile identificate[466]. Şi din aceste considerente rezidă importanţa includerii divulgării ESG în modelele de afaceri, aspect care în opinia noastră va conduce la asigurarea consensului cu părţile interesate şi depăşirea situaţiilor de criză.

Mai mult decât atât, suntem de părere că, companiile cotate la BVB, trebuie să ia măsuri urgente de creştere a calităţii divulgării informaţiilor ESG, pe toate cele 3 componente, în acord cu reglementările impuse de standardele internaţionale de sustenabilitate şi, respectiv, cu directiva europeană prin raportarea sustenabilităţii, care vor fi aplicate începând cu anul 2024.

Prin urmare, în urma rezultatelor obţinute, putem afirma faptul că divulgarea informaţiilor nefinanciare de mediu (E), sociale (S) şi de guvernanţă (G) conduce la creşterea valorii globale a companiilor, confirmând astfel ipoteza a 3-a cercetării, conform căreia, valoarea globală a companiilor este asociată pozitiv cu scorul de divulgare ESG.

Autorii Giese şi colab. (2021), într-un studiu în care aceştia efectuează o dezagregare a performanţei ratingurilor ESG la nivelul pilonilor E, S şi G şi utilizează cei mai comuni indicatori cheie care stau la baza scorurilor ESG, demonstrează că pe termen lung, indicatorii de mediu şi sociali au devenit mai importanţi, deoarece factori precum emisiile de carbon au înregistrat valori cumulative, aspecte care indică riscuri de eroziune pentru performanţa pe termen lung[467].

În acest sens, în următorii ani entităţile producătoare, care înregistrează niveluri ridicate ale emisiilor de carbon, vor trebui să efectueze investiţii importante în retehnologizare, pentru a reduce masiv aceste emisii, în acord cu cerinţele Green Deal, pentru o Europă neutră climatic, până în 2050. Aceste investiţii vor conduce cu siguranţă la o reducere a performanţei, dar în opinia noastră, după efectuarea acestor investiţii îşi vor diminua costului capitalului prin atragerea de noi investitori, şi vor reveni la performanţe superioare *asociată tendinţei de investire responsabilă a acestora.*

Studiile de specialitate realizate pe acest topic întăresc concluzia noastră şi arată că îmbunătăţirea performanţei ESG[468] a companiilor listate la bursă poate îmbunătăţi valoarea de piaţă a acestor companii. Şi pentru acest model econometric, în urma prelucrării cu ajutorul SPSS 26, s-a obţinut sumarul modelului statistic, prezentat mai jos, în vederea determinării coeficientul de corelaţie şi a erorii standard a estimaţiei.

Tabelul 5.22. Sumarul Modelului 3

Model Summary[b]					
Model	**R**	**R Square**	**Adjusted R Square**	**Std. Error of the Estimate**	**Durbin-Watson**
3	.907[a]	.822	.793	.42086780	1.270
a. Predictors: (Constant), RG, GW, RSP, RSG, RM, EPS, RS					
b. Dependent Variable: IVGesg					

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

[466] Socoliuc, M. I. (2020). *"Considerations concerning the implications of the COVID 19 pandemic on the role of the corporate governance in the ensurance of the continuity of the activity"*. Annales Universitatis Apulensis: Series Oeconomica, 22(2), 126-138.

[467] Giese, G., Nagy, Z., Lee, L. E. (2021). *"Deconstructing ESG ratings performance: Risk and return for E, S, and G by time horizon, sector, and weighting"*. The Journal of Portfolio Management, 47(3), 94-111.

[468] Zhou, G., Liu, L., Luo, S. (2022). *"Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance"*. Business Strategy and the Environment, 31(7), 3371-3387.

Scanned with OKEN Scanner

Analizând sumarul modelului, se observă că valoarea raportului de corelație este de 0.907 mai mare decât la modelul 1, și ușor mai mică decât la modelul 2.

Așadar, între variabilele modelului IVGesg, EPS, Rata solvabilitatii patrimoniale, Rata solvabilitatii generale, Goodwill, Nivelul de raportare a informațiilor sociale, Nivelul de raportare a informațiilor de mediu și Nivelul de raportare a informațiilor de guvernanță *există o legătură puternică pentru firme analizate.*

Raportului de determinație în valoare de 0.822 indică faptul că variația IVGesg este explicată în proporție de 82.20% de variația indicatorilor EPS, Rata solvabilitatii patrimoniale, Rata solvabilitatii generale, Goodwill, Nivelul de raportare a informațiilor sociale, Nivelul de raportare a informațiilor de mediu și Nivelul de raportare a informațiilor de guvernanță.

Corelațiile mai puternice ale modelului 3 în comparație cu modelul 1, reflectă faptul că divulgarea de informații E, S și G conduce la obținerea unei valori globale mai ridicate, comensurată prin creșterea capitalizării de piață și fac ca acest model să fie mai bun decât modelul general.

Pentru a testa acuratețea modelului 3, recomandăm ca direcție viitoare de cercetare, lărgirea eșantionului de firme analizate și a perioadei luată în analiză. Considerăm că prin respectarea acestor două cerințe, se va putea testa mult mai bine influența fiecărei variabile independente din model, asupra valorii globale a companiilor.

Pentru validarea modelului statistic propus și pentru a explica dependența semnificativă dintre variabila dependentă și variabilele independente, s-a procedat la elaborarea testului ANOVA, prezentat în tabelul mai jos.

Tabelul 5.23. Testul ANOVA pentru Modelul 3

ANOVA[a]						
Model		**Sum of Squares**	**df**	**Mean Square**	**F**	**Sig.**
3	**Regression**	35.239	7	5.034	28.421	.000[b]
	Residual	7.617	43	.177		
	Total	42.856	50			
a. Dependent Variable: IVGesg						
b. Predictors: (Constant), RG, GW, RSP, RSG, RM, EPS, RS						

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Conform testului ANOVA, componentele variației au valorile: variația explicată estimată 35.239, variația reziduală estimată 7.617 și variația totală estimată 42.856. Valoarea coeficientul Fisher este foarte mare, F = 28.421, iar valoarea Sig. pentru testul *F* este mai mică decât 0,05, așadar modelul construit explică dependența semnificativă dintre IVGesg și indicatorii EPS, Rata solvabilitatii patrimoniale, Rata solvabilitatii generale, Goodwill, Nivelul de raportare a informațiilor sociale, Nivelul de raportare a informațiilor de mediu și Nivelul de raportare a informațiilor de guvernanță printr-o legătură liniară multiplă.

Din punct de vedere statistic dacă valoarea sig. este mai mică decâ 0.05 modelul liniar multiplu este validat în proporție de 95%.

Acest aspect semnifică faptul că modelul poate fi utilizat pentru realizarea de previziuni pentru companiile din domeniile analizate și în special pentru companiile din domeniile Industria imobiliară, Industria gazelor naturale, Industria farmaceutică, Industria Cartonului.

În vederea identificării informațiilor pentru fiecare variabilă predictor, s-a procedat la elaborarea Tabelului Coeficienților (Coefficients), prezentat mai jos.

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul 5.24. Coeficienţii Modelului 3

Coefficients[a]						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
3	(Constant)	-.645	.259		-2.488	.017
	EPS	.005	.005	.089	.945	.350
	RSP	.168	.041	.278	4.056	.000
	RSG	-.029	.036	-.065	-.807	.424
	GW	.601	.088	.690	6.827	.000
	RM	-.198	.161	-.125	-1.226	.227
	RS	.712	.245	.316	2.906	.006
	RG	-.021	.202	-.009	-.103	.918
a. Dependent Variable: IVGesg						

Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Pe baza valorilor obţinute în tabelul Coeficienţilor, s-a procedat la elaborarea **ecuaţiei nestandardizate** a modelului, care îmbracă următoarea formă:

$$IVGesg = -0.645 + 0.005 * EPS + 0.168 * RSP - 0.029 * RSG + \\ +0.601 * GW - 0.198 * RM + 0.712 * RS - 0.021 * RG$$

Din analiza ecuaţiei nestandardizate a modelului se observă corelaţii direct proporţionale între IVGesg şi variabilele independente precum: EPS, GW, RSP şi RS şi corelaţii invers proporţionale între variabila dependentă şi RSG, RG şi RM.

Softul SPPS 26 a permis şi elaborarea **ecuaţiei standardizate** a modelului, care îmbracă următoarea formă:

$$IVGesg = 0.089 * EPS + 0.278 * RSP - 0.065 * RSG + \\ +0.690 * GW - 0.125 * RM + 0.316 * RS - 0.009 * RG$$

Din analiza ecuaţiei standardizate a modelului se observă că ordinea de influenţă asupra IVGesg este următoarea: Goodwill, nivelul de divulgare a informaţiilor sociale, Rata solvabilităţii patrimoniale, nivelul de divulgare a informaţiilor de mediu, EPS (care înregistrează un impact mai mare decât în cazul Modelului general), Rata solvabilităţii generale şi nivelul de divulgare a informaţiilor privind guvernanţa.

Prin urmare, la fel ca şi în cazul celorlalte modele, variabila Goodwill se păstrează pe primul loc în ceea ce priveşte raportul de corelaţie cu variabila dependentă. Acest lucru denotă că un grad ridicat de divulgare informaţională concură la creşterea valorii globale a companiilor, cu efecte notabile asupra sustenabilităţii afacerilor.

Considerăm că atingerea unui grad ridicat de divulgare a informaţiilor de tip E, S şi G, creează un climat de consens cu investitorii şi poate fi considerat în sine un activ intangibil care concură la crearea de valoare pentru companii peste valoare contabilă netă raportată de bilanţul contabil.

Un aspect deosebit de interesant şi care confirmă ipoteza noastră este faptul că, divulgarea de informaţii nefinanciare cu caracter social, concură la creşterea valorii globale a companiilor listate la BVB, dintre factorii E, S şi G, acesta înregistrând cel mai ridicat nivel de corelaţie.

Astfel, rezultatele modelării econometrice au relevat o corelaţie direct proporţională în valoare de 0.316 a variabilei asociate *nivelului de raportare a informaţiilor sociale* asupra IVGesg. Acest lucru denotă că o creştere a gradului de divulgare a informaţiilor sociale conduce inevitabil la o creştere a indicelui valorii globale ajustat cu factorii ESG.

Scanned with OKEN Scanner

Acest lucru poate fi util managerilor companiilor cotate, care pot îmbunătăți nivelul de raportare a informațiilor sociale și pot integra raportarea ESG în modelele lor de afaceri, chiar și mai repede decât aplicarea standardelor europene de sustenabilitate (ESRS). Din punct de vedere al variabilei reprezentată de rata solvabilității patrimoniale, această își păstrează o corelație pozitivă în raport cu variabila dependentă. Acest lucru semnifică că o creștere a ratei solvabilității patrimoniale este asociată printr-o creștere a indicatorului IVGesg.

Privită prin prisma acestui indicator, politicile manageriale îndreptate în scopul atingerii unui grad ridicat de sustenabilitate ar trebui să ia în calcul măsuri de creștere a ponderii capitalurilor proprii în total capitaluri. Obținerea unei ponderi mai mari a capitalurilor proprii în total capitaluri semnifică un grad de autonomie financiară și o capacitate de autofinanțare ridicate, care nu sunt altceva decât măsuri viabile de apreciere a sustenabilității companiei.

Rezultatele obținute indică și o corelație pozitivă și în cazul variabilei reprezentată de profitul per acțiune, ceea ce denotă că o creștere a nivelului acestui indicator conduce inevitabil și la o creștere a valorii globale a afacerii și, respectiv, a sustenabilității companiilor.

În ceea ce privește nivelul de raportare a informațiilor de mediu, rezultatele modelului au indicat o relație de inversă proporționalitate, pe care o putem atribui faptului că investițiile în cheltuielile de mediu conduc la scăderea valorii globale a afacerii datorată scăderii profitabilității afacerii și implicit a sustenabilității ei, datorită volumului ridicat al acestora.

Între rata solvabilității generale și IVGesg există o corelație invers proporțională, în sensul în care o creștere a acestui indicator conduce la o scădere a indicelui valorii globale ajustate cu ESG. Acest lucru poate fi explicat prin creșterea nivelului activelor totale deținute, care conduce la imobilizarea unor sume importante de bani (mai ales în active imobilizate de valori mari, care poluează mai puțin, având în vedere că marea majoritate a companiilor cuprinse în eșantion activează în domeniul industrial) cu efecte negative asupra capacității companiilor de a-și acoperi datoriile totale.

Din acest motiv, se impun analize și evaluări importante ale managerilor înainte de a-și extinde activitatea sub aspectul stabilirii gradului lor de randament și a perioadei în care aceste investiții vor putea fi recuperate. Și între indicatorul reprezentat de nivelul de raportare a infomațiilor privind Guvernanța și IVGesg există o corelație invers proporțională. Acest lucru denotă că o creștere a cheltuielilor cu guvernanța nu conduce la o creștere a valorii globale, generate în special de implementarea codurilor și principiilor de guvernanță corporativă.

Cu ajutorul tabloului reziduurilor, am procedat la o analiză a reziduurilor pe sectoare de activitate, pentru a putea obține o informație asupra normalității acestora și a identifica valorile anormale, așa cum se poate observa în tabelul de mai jos.

Tabelul 5.25. Residuals Statistics[a] pentru Modelul 3

Residuals Statistics[a]					
	Minimum	**Maximum**	**Mean**	**Std. Deviation**	**N**
Predicted Value	-.8144867	3.4679818	-.0085094	.83951263	51
Residual	-.72672898	1.71307814	.00000000	.39029674	51
Std. Predicted Value	-.960	4.141	.000	1.000	51
Std. Residual	-1.727	4.070	.000	.927	51
a. Dependent Variable: IVGesg					

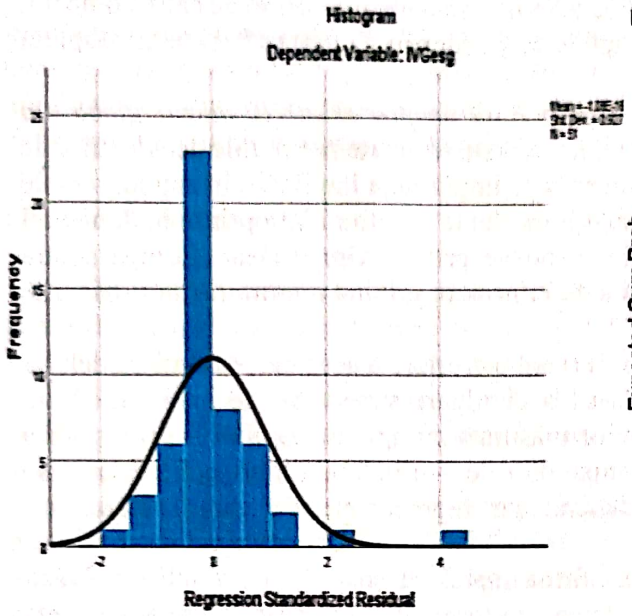
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Tabelul Residuals Statistics ne prezintă informații despre valorile reziduale care au valori foarte mari. Valoarea cea mai mică a reziduului este -0.72672898 și aparține sectorului de transport a gazelor naturale, iar valoarea cea mai mare este 1.71307814 și aparține sectorului logisticii.

Acest lucru semnifică că modelul nu poate fi replicat pentru entitățile din acest sector, datorită numărului mic de entități, din aceste sectoare, care au raportat informații ESG. Acest

Scanned with OKEN Scanner

lucru poate fi observat şi prin intermediul histogramei erorilor (figura 5.9) şi, respectiv, diagrama PP-Plot (figura 5.10).



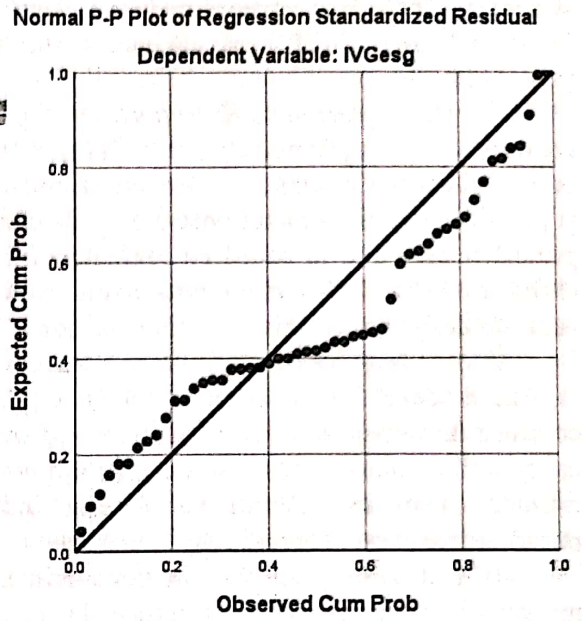


Figura 5.9. Histograma variabilei dependente aferentă Modelului 3
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

Figura 5.10. Diagrama PP-Plot aferentă Modelului 3
Sursa: Prelucrare proprie cu ajutorul SPSS 26

5.5.4. Considerații și implicații practice ale modelelor econometrice propuse

Această secțiune este dedicată trecerii în revistă a celor mai importante concluzii care derivă din elaborarea celor 3 modele econometrice atât în formă nestandardizată, cât şi standardizată, cu ajutorul softului statistic SPSS. Pentru a facilita realizarea acestei comparații, am procedat la întocmirea unui tabel comparativ, în care au fost structurate ecuațiile nestandardizate ale modelelor propuse.

Tabelul 5.26. Ecuațiile nestandardizate ale modelelor propuse

Modelul	**Tipul modelului**
Modelul 1 **2015-2021** *(fundamentat exclusiv pe indicatori financiari)*	$IVGg = -0.020 + 0.001 * EPS + 0.084 * RSP - 0.044 * RSG + 0.855 * GW$
Modelul 2 **2015-2018** *(fără influența factorilor E, S și G)*	$IVGp = 0.046 + 0.003 * EPS + 0.025 * RSP - 0.033 * RSG + 0.997 * GW$
Modelul 3 **2019-2021** *(ajustat cu influența factorilor E, S și G)*	$IVGesg = -0.645 + 0.005 * EPS + 0.168 * RSP - 0.029 * RSG + +0.601 * GW - 0.198 * RM + 0.712 * RS - 0.021 * RG$

Sursa: Elaborare proprie

Din analiza celor trei modele nestandardizate propuse putem observa că în cazul modelului 2, variabila independentă cu cel mai mare impact este reprezentată de goodwill, mai mare decât cea înregistrată în modelul 1. Interesant este faptul că în cazul modelului 3, în care s-au luat în calcul atât indicatori financiari, cât şi nefinanciari, nivelul de corelație dintre goodwill şi IVGesg scade (0.601), iar variabila independentă cu cea mai mare corelație în raport cu variabila dependentă este nivelul de raportare a informațiilor sociale (0.712). Acest lucru semnifică faptul că publicarea de informații nefinanciare cu caracter social conduce la obținerea

Scanned with OKEN Scanner

unei valori globale ridicate pentru companiile cotate la BVB, prin asigurarea unei rate a capitalizării ridicate şi implicit prin asigurarea sustenabilităţii business-ului. Acest lucru semnifică faptul că investitorii au fost sensibili la acţiunile sociale întreprinse de către companii în perioada 2019-2021, perioadă care se suprapune cu pandemia COVID 19, şi le-au răsplătit prin investiţii suplimentare.

Aceste aspecte denotă importanţa raportării ESG asupra creşterii valorii globale a companiilor şi asigurarea dezvoltării ei sustenabile. Aceste rezultate pot fi utile decidenţilor de la nivelul acestor entităţi, care trebuie să conştientizeze importanţa implicării în acţiuni sociale şi pe viitor, dar din punctul nostru de vedere sunt importante şi acţiuni întreprinse în domeniul protejării mediului în acord cu reglementările europene privind Green Deal (Europa neutră climatic până în 2050), în consens cu publicarea de informaţii privind oportunităţile şi riscurile asociate desfăşurării activităţii companiilor.

În ceea ce priveşte profitul per acţiune observăm o creştere a acestuia în cazul modelui 3 faţă de modelul 2 şi 1, ceea ce denotă faptul că o divulgare superioară de informaţii ESG conduce la o creştere a randamentelor acţiunilor măsurată cu ajutorul EPS şi la o creştere a capacităţii de autofinanţare şi a capacităţii companiilor de a-şi îndeplini obligaţiile financiare măsurată prin intermediul variabilelor independente reprezentate de rata solvabilităţii patrimoniale şi rata solvabilităţii generale.

Prin urmare, putem concluziona prin a afirma faptul că creştereea calităţii divulgării informaţiilor de tip ESG conduce la creşterea performanţei entităţii. Corelaţii invers proporţionale s-au înregistrat între variabilele independente legate de nivelul de divulgare a informaţiilor de mediu şi de guvernanţă şi variabila dependentă a modelului. Acest lucru semnifică că o creştere a cheltuielilor de mediu şi de guvernanţă conduc la scăderea sustenabilităţii afacerilor.

Cu toate acestea, companiile vor trebui să se alinieze la reglementările impuse de ESRS începând cu anul 2024, aspect care vor conduce la cheltuieli suplimentare şi o reducere a performanţei înregistrate. Prin urmare, recomandăm entităţilor cotate la BVB o implicare mai mare în sfera acţiunilor de protejare a mediului şi a raportării informaţiilor privind riscurile şi oportunităţile generate de afacere, care presupun costuri suplimentare iniţiale, dar care vor asigura o creştere a performanţelor viitoare.

Pe aceeaşi logică, ca şi în cazul modelului nestandardizat, am procedat şi la o întocmirea unui tabel comparativ, pentru a putea surprinde modificările de impact ale variabilelor independente asupra variabilei dependente, pentru fiecare model.

Tabelul 5.27. Ecuaţiile standardizate ale modelelor propuse

Modelul	**Tipul modelului**
Modelul 1 **2015-2021** *(fundamentat exclusiv pe indicatori financiari)*	$IVGg = 0.024 * EPS + 0.140 * RSP - 0.102 * RSG + 0.855 * GW$
Modelul 2 **2015-2018** *(fără influenţa factorilor E, S şi G)*	$IVGp = 0.043 * EPS + 0.041 * RSP - 0.079 * RSG + 0.902 * GW$
Modelul 3 **2019-2021** *(ajustat cu influenţa factorilor E, S şi G*	$IVGesg = 0.089 * EPS + 0.278 * RSP - 0.065 * RSG + +0.690 * GW - 0.125 * RM + 0.316 * RS - 0.009 * RG$

Sursa: Elaborare proprie

Concluziile desprinse pe seama modelului nestandardizat se păstrează şi în cadrul ecuaţiilor standardizate, cu precizarea că în cadrul modelului 3, factorul cu influenţa cea mai mare se înregistrează în cazul variabilei reprezentate de Goodwill, urmată de nivelul de divulgare a informaţiilor sociale, rata solvabilităţii patrimoniale, nivelul de raportare a

Scanned with OKEN Scanner

informațiilor de mediu, câștigul per acțiune, rata solvabilității generale și nivelul de raportare a informațiilor privind guvernanța.

Considerăm astfel că aceste informații pot fi extrem de utile managementului în fundamentarea strategiilor de dezvoltare viitoare și de asigurare a sustenabilității afacerilor, care conform modelului propus trebuie să fie canalizate spre sporirea componentelor intrinseci ale goodwill-ului, spre creșterea calității și performanței ESG și pe strategii de capitalizare ridicate în scopul asigurării unei ponderi importante a capitalurilor proprii.

5.6. Concluzii rezumative

Cercetarea noastră a avut ca scop principal testarea impactului variabilelor financiare, dar și a performanțelor ESG (măsurate prin nivelul de raportare E, S și G) asupra valorii globale și a nivelului de dezvoltare sustenabilă pentru firmele cotate la BVB, *în acord cu trecerea de la modelul de investiții tradiționale la modelul de investiții sustenabile și responsabile social (ISRS) care presupune, în optica noastră implicarea necondiționată a factorilor de mediu, sociali și de guvernanță.*

În acest scop, au fost realizate trei modele econometrice, respectiv un model general, bazat exclusiv pe indicatori financiari derivați, un model parțial, sub raportul perioadei luate în analiză și fundamentat pe indicatori financiari și un model bazat atât pe informații financiare, cât și pe informații de tip ESG.

Motivația alegerii celor 3 modele rezidă și din faptul că valoarea globală a unei companii, în optica noastră, nu mai trebuie să fie privită doar prin prisma performanței financiare, adică a capacității ei de a genera profit, ci și din perspectiva creării de valoare adăugată, a dezvoltării ei sustenabile (inclusiv a capacității de reziliență a ei la perioadele de turbulențe ale pieței), raportată prin intermediul informațiilor privind sustenabilitatea.

Din aceste considerente, modelele propuse au presupus alegerea unor variabile de cuantificare a acestor trei dimensiuni reprezentate de: *performanță, sustenabilitate și valoare.*

Concluziile desprinse din analiza celor trei modele relevă faptul că indicatorii financiari rămân importanți în aprecierea valorii globale a unei companii și implicit în aprecierea stării de sustenabilitate a afacerilor. De asemenea, modelele propuse modelele propuse au relevat importanța goodwill-ului, a randamentului investițiilor și a indicatorilor de performanță financiară, în aprecierea sustenabilității afacerilor, aspecte care au condus la validarea ipotezelor fixate.

Dezvoltarea constantă a pieței de capital din România, precum și tendința investitorilor de a recompensa eforturile companiilor listate, au fost surprinse în studiul nostru prin corelațiile pozitive între goodwill și indicele valorii globale. Prin urmare, managementul trebuie să găsească soluții pentru menținerea și creșterea componentelor individuale de goodwill în asigurarea unei valori globale ridicate a afacerilor și implicit a sustenabilității afacerii.

Studiul a demonstrat importanța asigurării performanței financiare în vederea dezvoltării sustenabile prin faptul că există o corelație importantă între rata solvabilității patrimoniale și indicele valorii globale, acest lucru indicând importanța deținerii unei ponderi ridicate a capitalurilor proprii în total capitaluri, cu efecte benefice asupra capacității de autofinanțare și implicit a dezvoltării sustenabile.

Din perspectiva randamentelor investițiilor în acțiuni ale companiilor listate la BVB, rezultatele studiului au relevat o tendință de recompensare superioară a acționarilor pentru companiile cu scoruri superioare ale indicatorilor ESG, aspect care rezultă din valoarea cea mai mare a indicatorului EPS, pentru modelul 3, pentru care s-au adăugat ca și variabile independente nivelurile de divulgare a informațiilor de tip ESG. *Prin urmare, piața de capital din România are tendința de a recompensa, la un nivel superior, investițiile în ESG.*

Scanned with OKEN Scanner

Modelele propuse au relevat şi importanţa factorilor ESG în estimarea valorii globale a unei companii şi implicit în evaluarea sustenabilităţii afacerilor, modelul propus a identificat influenţe importante ale acestora asupra valorii globale şi dezvoltării sustenabile a companiilor, în special a factorului social, în dauna celui de mediu şi de guvernanţă.

Aceste rezultate confirmă faptul că o companie creează valoare prin luarea în considerare a nevoilor comunităţii în care îşi desfăşoară activitatea şi implicit a satisfacerii intereselor tuturor părţilor intersate şi nu doar pe cele ale acţionarilor. De asemenea, aceste rezultate confirmă importanţa acordată de către companiile cotate la BVB în aspectele sociale ce ţin de conduita responsabilă în afaceri, de investiţiile în asigurarea unei resurse umane de calitate prin training şi educaţie, de relaţiile de muncă/management, necesitatea diversităţii la locul de muncă, ceea ce conduce la performanţe mai bune ale companiei şi implicit la o creştere a valorii globale a companiei.

Studiul a relevat o corelaţie invers proporţională între raportarea informaţiilor de mediu şi a celor de guvernanţă corporativă, în sensul în care o creştere cheltuielilor de mediu şi de guvernanţă are un impact negativ asupra valorii globale a companiilor şi a sustenabilităţii acestora.

Aceste rezultate pot fi explicate prin caracterul voluntar al raportărilor de sustenabilitate şi prin tendinţa companiilor de a se implica mai mult în sfera socială, ca răspuns la pandemia COVID 19, decât în acţiuni de protejare a mediului sau a raportării riscurilor şi oportunităţilor legate de activităţile desfăşurate.

Aceste rezultate pot fi explicate şi prin numărul redus de companii care au raportat informaţii ESG (aproximativ 20% din numpărul total de companii la momentul studiului), a perioadei scurte de timp luate în analiză (2019-2021, anul 2019 fiind primul an de raportare ESG) şi care astfel au putut fi introduse în studiu, precum şi a caracterului voluntar al raportării.

Acestea reprezintă şi *principalele limite* ale cercetării întreprinse. O altă limită a cercetării de faţă este reprezentat de numărul de variabile luate în studiu, precum şi de lipsa de standardizare şi de omogenitate a factorilor ESG. De asemenea, nepublicarea acestora, publicarea parţială sau sub formate diferite de raportare voluntară a informaţiilor de tip ESG, a condus la lipsa furnizării unui scoring oferit de către insitituţiile specializate în acest sens (Sustainalytics, MSCI, FTSE Russell, Bloomberg, Thomson Reuters) ceea ce ne-a determinat să utilizăm un procedeu propriu de calcul a nivelului de divulgare a informaţiillor ESG.

Totodată, lipsa unui format unitar al bilanţurilor de sustenabilitate a reprezentat o altă limită importantă a cercetării de faţă.

Considerăm că modelele popuse *pot fi utile* atât decidenţilor, cât şi investitorilor care îşi pot *fundamenta deciziile pe baza acestor informaţii şi îşi pot readapta strategiile investiţionale în companii orientate către comunitate, protejarea mediului, precum şi către cele etice din perspectiva modelului lor de afaceri.*

Managerii îşi pot readapta strategiile manageriale şi modelele de afaceri prin includerea factorilor ESG în strategiile de afaceri, iar investitorii care pot să-şi canalizeze investiţiile în companiile care vor publica informaţiile legate de performanţele lor în materie de sustenabilitate, asociate tendinţelor actuale de investire sustenabilă şi responsabilă social (ISRS).

Cu toate aceste limite, inerente oricărei cercetări, considerăm că rolul investiţiilor în zona ESG rămâne primordială din perspectiva promovării unui model de afaceri bazat pe principiile dezvoltării sustenabile, iar companiile vor trebui să facă eforturi considerabile în a le implementa, ca soluţie de asigurare a sustenabilităţii afacerilor, pentru că din punctul nostru de vedere investitorii se vor focusa pe acele companii care vor manifesta preocupări sociale, de mediu şi de guvernanţă, adică pe modele de afaceri sustenabile care să le asigure profituri pe termen lung, dar şi randamente conexe legate de mediul înconjurător, relaţii sociale şi modalitatea de guvernare.

Scanned with OKEN Scanner

De asemenea, considerăm că instaurarea unui consens informațional între companii și părțile interesate, în noul context internațional, poate fi asigurată *printr-o divulgare de calitate al informațiilor de tip ESG și reprezintă o cerință a unui mediu de business moral, etic și corect.*

Ca direcții viitoare de cercetare ne propunem extinderea perioadei de studiu și a variabilelor luate în cercetare, mai ales că se observă o tendință de creștere a raportării ESG de către companiile listate, care va continua și după intrarea în vigoare a standardelor internaționale și europene privind sustenabilitatea începând cu anul 2024.

Scanned with OKEN Scanner

CONCLUZII FINALE, CONTRIBUȚII PROPRII, LIMITE ȘI DIRECȚII VIITOARE DE CERCETARE

Teza de doctorat intitulată *„Contribuții la fundamentarea și dezvoltarea unui model de ajustare a valorii globale a entităților economice pe baza informațiilor financiare și nefinanciare"* rezidă din nevoia de a îmbogăți literatura de specialitate pe acest topic și de a contribui la dezvoltarea domeniului cercetat.

Din analiza literaturii de specialitate, a Standardelor Internaționale de Raportare Financiară (IFRS) și a standardelor internaționale (IVS) și naționale de evaluare a bunurilor (SEV), s-au observat multiple aspecte lacunare sau care nu au fost pe deplin cercetate și clarificate.

Pe aceste considerente s-a fundamentat și scopul și obiectivele cercetării de față. Din analiza literaturii de specialitate și a reglementărilor incidente contabilității și evaluării companiilor, am observat faptul că au avut loc schimbări importante la nivelul economiilor lumii, prin manifestarea concomitentă a unor crize financiare, sanitare, energetice și politice, aspecte care au condus și la schimbări în modelele de afaceri.

În acest context, manifestat prin turbulențe financiare importante, problematica asigurării rezilienței și sustenabilității afacerilor capătă o importanță covârșitoare.

Prin urmare, pentru asigurarea rezilienței și sustenabilității afacerilor, se impune și găsirea unor noi metode de evaluare a companiilor, adaptate noului context internațional și național de business. Acest lucru derivă și din faptul că metodele tradiționale de evaluare a companiilor nu mai răspund noilor realități atât la nivel macroeconomic, cât și microeconomic.

Sub un alt aspect, reglementările europene în materie de neutralitate climatică, impuse prin Pactul verde european, precum și emiterea directivelor europene privind raportarea sustenabilității, dar și a standardelor internaționale privind sustenabilitatea, vor conduce inevitabil la modificări de paradigmă și în domeniul raportării financiare și a raportării sustenabilității și implicit în modelele de evaluare a afacerilor.

Acesta reprezintă și contextul cercetării de față, în care scopul general al cercetării este focusat pe elaborarea unui nou model de ajustare a valorii globale a companiilor utilizând informațiile financiare și nefinanciare de tip E, S și G.

Pentru realizarea acestui scop cercetarea a fost divizată în cinci capitole, primele două capitole fiind dedicate părții teoretice a lucrării, iar ultimile trei capitole fiind dedicate părții practice.

Astfel, *în cadrul primului capitol a fost atins obiectivul nr. 1* al tezei de față, axat pe evoluția conceptului de evaluare și a mutațiilor intervenite în practica evaluării companiilor. După o amplă recenzie a literaturii de specialitate, prin care am realizat un stadiu actual al cunoașterii pe problematica propusă ca obiectiv în acest capitol, au fost clarificate mutațiile intervenite în evaluarea companiilor din perspectiva costului istoric și a valorii juste și, respectiv, clarificarea aspectelor ce țin de conceptul de valoare a companiei.

De asemenea, un aspect extrem de important, în economia lucrării a fost cel determinat de identificarea implicațiilor evaluării la valoarea justă asupra valorii globale a companiei, aspect care a fost abordat în manieră comparativă atât din perspectiva standardelor internaționale de contabilitate, cât și din perspectiva standardelor naționale de evaluare.

Prin tratarea în *capitolul 2* a problematicii abordărilor utilizate în evaluarea companiilor, pe baza informațiilor degajate de raportările financiare și a informațiilor privind sustenabilitatea, *a fost îndeplinit al doilea obiectiv al cercetării de față.*

În prima parte a acestui capitol au fost clarificate aspectele ce țin de raportarea financiară și a informațiilor privind sustenabilitatea și am introdus noțiunea de „pătrat al raportării financiare", prin care am adăugat la setul clasic de raportări financiare, constituite din bilanț,

Scanned with OKEN Scanner

contul de profit şi pierderi şi situaţia fluxurilor de trezorerie şi raportarea sustenabilităţii, pe baza informaţiilor de tip ESG, pe care o considerăm un supliment important al raportării financiare, de însemnătate egală cu celelalte 3 componente, şi care, în optica noastră, trebuie integrată în raportarea financiară şi nu într-o raportare separată.

Capitolul se axează cu prioritate pe o analiză critică a abordărilor utilizate în practica evaluării companiilor atât din perspectiva standardelor naţionale de evaluare a bunurilor, cât şi din perspectiva literaturii de specialitate relevante problematicii studiate.

După parcurgerea celor trei abordări utilizate în evaluarea companiilor (abordarea prin piaţă, aboradarea prin venit şi abordarea prin cost), a fost realizată o analiză comparativă a acestora cu accent pe sublinierea avantajelor şi a limitelor metodelor tradiţionale de evaluare a companiilor.

Această abordare ne-a permis fundamentarea unor concluzii proprii legate de aceste abordări. Astfel, suntem de părere că metodele tradiţionale de evaluare prezintă multiple limite şi carenţe în evaluarea valorii globale a companiilor şi nu mai răspund cerinţelor actuale în ceea ce priveşte evaluarea acestora, îndreptate în prezent în direcţia asigurării sustenabilităţii afacerilor.

Din acest punct de vedere, am tratat într-un subcapitol distinct, oportunitatea utilizării informaţiilor de tip E, S şi G în metodele de evaluare a companiilor din perspectiva organismelor internaţionale de evaluare, standardelor internaţionale de sustenabilitate şi a directivei europene privind raportarea sustenabilităţii, care în opinia noastră, acoperă o parte din lacunele informaţionale ale metodelor clasice de evaluare.

Considerăm că utilizarea acestor informaţii în metodele de evaluare este mai mult decât necesară, pentru că în acest fel putem estima cu mai multă acurateţe valoarea globală a unei companii, în acord cu cerinţele internaţionale a unei economii bazate pe sustenabilitate.

Dacă abordarea problematicilor care derivă din utilizarea metodelor de evaluare, ce a fost efectuată în capitolul al doilea al lucrării de faţă, din perspectiva reglementărilor contabile şi a evaluării companiilor şi prin recurgerea la literatura de specialitate relevantă topicului studiat, am considerat că este importantă, în economia întregii lucrări şi o validare a concluziilor şi opiniilor proprii desprinse de noi, prin apel la profesioniştii evaluatori de întreprinderi din România, membri ANEVAR.

Astfel, prin intermediul unei cercetări de natură exploratorie, *a fost realizat obiectivul 3* al cercetării de faţă, în cadrul *capitolului 3*, focusat pe analiza percepţiei evaluatorilor de întreprinderi din România cu privire la posibilităţile de îmbunătăţire a metodelor clasice de evaluare.

Literatura de specialitate şi legislaţia incidentă în materie de evaluare a companiilor, precum şi nişele de cercetare identificate ca urmare a cercetării bibliometrice, respectiv concluziile proprii desprinse din capitolele anterioare, au reprezentat fundamentul realizării chestionarului adresat profesioniştilor evaluatori.

Interpretarea rezultatelor chestionarului au permis fundamentarea unor concluzii valoroase domeniului cercetat, respectiv validarea părerilor proprii emise în capitolele precedente.

Astfel, profesioniştii evaluatori din România, consideră că abordarea prin venit şi, respectiv, utilizarea metodei actualizării fluxurilor de trezorerie viitoare (DCF - discounted cash-flow) reprezintă cea mai bună opţiune în materie de evaluare a companiilor, urmată de abordarea prin piaţă şi abordarea prin cost.

De asemenea, consideră că metodele clasice de evaluare permise de reglementări prezintă multiple carenţe şi nu mai răspund cerinţelor actuale în materie de evaluare a companiilor.

În acest context, evaluatorii consideră că se impune identificarea unor noi metode de evaluare care să răspundă acestor exigenţe. De aceea, ultima parte a chestionarului structurat, a surprins întrebări expres îndreptate acestora, axate pe problematica identificării unor posibilităţi

Scanned with OKEN Scanner

de optimizare a metodelor de evaluare a companiilor. Rezultatele desprinse din cercetarea realizată, pe această problematică, a relevat faptul că profesioniştii evaluatori reclamă nevoia de îmbunătăţire a metodelor de evaluare a companiilor reglementate de legislaţie, din perspectiva armonizării sub aspect conceptual al criteriului valorii juste din IFRS şi SEV, utilizarea cu precădere a metodelor mixte, metodelor bazate pe goodwill şi pe crearea de valoare şi nevoia de suplimentare cu informaţii de natură financiară şi cu informaţii legate de mediu, sociale şi de guvernnaţă corporativă (Enviromental, Social and Corporate governance – E, S şi G).

În opinia noastră acest lucru nu se poate realiza decât prin implicarea activă a organismelor de reglementare din domeniu la nivel internaţional, *sub aspecul introducerii în standardele internaţionale de evaluare (IVS) a unor reglementări specifice care să conducă la adoptarea informaţiilor de tip ESG în modelele de evaluare.*

Rezultatele desprinse din chestionarul structurat adresat evaluatorilor de întreprinderi, prezentate în capitolul 3 al cercetării, au reprezentat fundamentul îndeplinirii *obiectivului 4 al tezei de doctorat de faţă*, prin realizarea unui model econometric privind identificarea unor posibilităţi de îmbunătăţire a metodelor clasice de evaluare prin introducerea unor factori de asigurare a creşterii calităţii evaluării companiilor din perspectiva armonizării sub aspect conceptual al criteriului valorii juste în înţelesul IFRS şi SEV, utilizării cu precădere a metodelor mixte, metodelor bazate pe goodwill şi pe crearea de valoare şi nevoia de suplimentare cu informaţii de natură financiară şi cu informaţii de tip E, S şi G, cu impact asupra valorii globale a companiilor, *aspecte care au fost dezbătute în cadrul capitolului al 4-lea.*

În acest sens, au fost realizate două modele econometrice, respectiv un model general de oportunitate cu privire la îmbunătăţirea metodelor clasice de evaluare şi un model segregat de oportunitate bazat pe experienţa profesională a evaluatorilor.

Ambele modele statistice au relevat faptul că evaluatorii consideră că metodele de evaluare a companiilor trebuie să fie îmbunătăţite, în special atât din perspectiva modificării legislaţiei incidente domeniului evaluării, cât şi prin includerea informaţiilor de tip ESG în modelele clasice de evaluare. Aceste aspecte rezidă din faptul că cele mai importante influenţe asupra variabilei dependente sunt reprezentate de următorii regresori: posibilităţile de îmbunătăţire a metodelor clasice de evaluare sunt reprezentate de variabilele de corelaţie a IFRS 13 şi Standardul de evaluare SEV 100, creşterea performanţei sustenabile a companiilor prin divulgarea de informaţii de tip ESG, lipsa unor informaţii în raportarea contabilă naţională, creşterea calităţii divulgării ESG prin adoptarea de către companii a standardelor internaţionale de sustenabilitate şi aprecierea nivelului de corelaţie între performanţa ESG al fimelor raportoare şi goodwil-ul companiei.

Prin urmare, rezultatele studiului nostru relevă faptul că se impun modificări de substanţă în standardele internaţionale de evaluare (IVS) şi transpunerea acestora în legislaţia naţională a statelor membre, precum şi la o armonizare a standardelor internaţionale de raportare financiară (IFRS) cu standardele internaţionale de evaluare (IVS), precum şi la o extindere a modelelor de evaluare prin includerea informaţiilor E, S şi G în modelele de evaluare.

Obiectivul nr. 5 al cercetării noastre a fost realizat prin intermediul capitolului 5 al lucrării de faţă, prin elaborarea unui model de ajustare a valorii globale a companiilor cotate la BVB pe baza informaţiilor financiare şi a informaţiilor de mediu, sociale şi de guvernanţă (E, S şi G).

Fixarea acestui obiectiv derivă din obiectivul anterior fixat şi fundamentat pe rezultatele desprinse din cercetarea exploratorie realizată în capitolul anterior.

Datorită faptului că profesioniştii evaluatori din România au considerat oportună introducerea informaţiilor E, S şi G în modelele de evaluare a companiilor, am considerat oportun să elaborăm un model econometric care să surprindă valoarea adăugată a raportării ESG asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB.

Scanned with OKEN Scanner

În acest sens prin crearea celor 3 modele econometrice, au putut fi trase concluzii pertinente privind problematica introducerii informațiilor de tip E, S și G în modelele de evaluare a companiilor. Rezultatele modelării econometrice au arătat faptul că divulgarea informațiilor de tip ESG concură la creșterea valorii globale a companiilor listate la BVB și că includerea informațiilor de tip ESG în modelele de evaluare a întreprinderii conduce la îmbunătățirea acestora, evidențiind beneficiile pe termen lung ale unei abordări holistice asupra sustenabilității companiei.

Rezultatele studiului au confirmat și faptul că divulgarea informațiilor ESG are o influență pozitivă asupra performanței și sustenabilității financiare și că valoarea globală a companiilor este asociată pozitiv cu scorul de divulgare E, S și G.

Rezultatele au arătat și faptul că dintre variabilele independente ale scorului E, S și G, scorul social (S) este variabila cu impactul cel mai mare a asupra valorii globale a companiilor, urmată de scorul de mediu (E) și scorul asociat guvernanței corporative (G).

Acest lucru se explică prin implicarea activă a companiilor cotate, în perioada 2019-2021, în acțiuni cu caracter social, menite să diminueze impactul pandemiei COVID 19 asupra comunităților în care acestea își desfășoară activitatea.

Pentru viitor, recomandăm managementului companiilor românești cotate la BVB o atenție sporită în direcția protejării mediului și a raportării unor astfel de informații, precum și publicarea de informații ce acoperă riscurile și oportunitățile generate de desfășurarea activității companiilor asupra oamenilor și a societății în general, cercetarea noastră relevând o mai slabă implicare și divulgare a informațiilor de mediu (E) și de guvernanță corporativă (G).

Contribuții proprii

Contribuțiile proprii ale tezei de doctorat de față derivă atât din realizarea părții teoretice a lucrării, cât și din realizarea părții practice a acesteia. Astfel principalele contribuții proprii, bazate pe rezultatele obținute de-a lungul întregii lucrări, sunt:

1. Analiza implicațiilor evaluării contabile din perspectiva costului istoric și valorii juste asupra evaluării economice a companiei. Sub aceste aspecte a fost identificat parcursul evolutiv al conceptului de evaluare din perspectiva conceptului de valoare a capitalului economic și a valorii de piață, a analizei comparative a binomului cost istoric - valoare justă și a implicațiilor acestora asupra valorii companiei. Au fost identificate limitele abordării costului istoric în evaluarea contabilă, prin faptul că se bazează pe informații retrospective în dezacord cu principiul referirii la viitor din evaluarea companiilor. Din acest motiv, susținem și noi utilitatea evaluării la valoarea justă în contabilitate și a metodelor de evaluare bazate pe piață în dauna metodelor bazate pe active în evaluarea companiilor. Din acest punct de vedere, considerăm că introducerea evaluării la valoarea justă reprezintă un pas înainte în evaluare, cu toate limitele inerente care derivă din utilizarea ei.

2. Analiza critică a abordărilor utilizate în practica evaluării companiilor din perspectiva standardelor de evaluare a bunurilor pe baza informațiilor degajate de raportările financiare și nefinanciare. Din acestă perspectivă am extins utilitatea raportării financiare la 4 dimensiuni (noi am numit-o *„pătratul raportării financiare"*), prin adăugarea la bilanțul contabil, contul de profit și pierdere și situația fluxurilor de trezorerie și a raportării nefinanciare prin intermediul bilanțului de sustenabilitate, care în optica noastră, trebuie integrată ca parte componentă a raportării financiare și nu într-o raportare separată. De asemenea, am reconsiderat evaluarea companiilor prin prisma utilizării informațiilor de tip E, S și G alături de informațiile financiare, în modelele de evaluare a companiilor și am subliniat faptul că informațiile ESG nu mai trebuie ignorate în procesul de evaluare a companiilor, ci integrate acestuia.

3. *Analiza percepției evaluatorilor de întreprinderi din România cu privire la posibilitățile de îmbunătățire a metodelor clasice de evaluare.* În acest sens, a fost realizată o

Scanned with OKEN Scanner

radiografiere a evaluatorilor de întreprinderi (EI) din România şi a fost realizat un profil al acestora, precum şi o testare a percepţiei acestora legate de abordările clasice şi moderne de evaluare a companiilor, precum şi de identificarea unor posibilităţi de optimizare a metodelor de evaluare a companiilor din România.

4. Elaborarea unui model general de oportunitate privind identificarea unor posibilităţi de îmbunătăţire a metodelor clasice de evaluare prin introducerea unor factori de asigurare a creşterii calităţii evaluării companiilor din perspectiva armonizării sub aspect conceptual al criteriului valorii juste în înţelesul IFRS şi SEV, utilizării cu precădere a metodelor mixte, metodelor bazate pe goodwill şi pe crearea de valoare şi nevoia de suplimentare cu informaţii de natură financiară şi cu informaţii de tip ESG, dar şi identificarea unor lacune informaţionale ale raportării tradiţionale. În acest sens, a fost elaborat un model econometric privind testarea percepţiei profesioniştilor contabili privind posibilităţile de îmbunătăţire a metodelor clasice de evaluare şi au fost identificaţi factorii care concură în cea mai mare măsură la realitarea acestui deziderat. Astfel, principalii factori de influenţă sunt reprezentate de variabilele de corelaţie, precum IFRS 13 şi Standardul de evaluare SEV 100, creşterea performanţei sustenabile a companiilor prin divulgarea de informaţii de tip ESG, lipsa unor informaţii în raportarea contabilă naţională, creşterea calităţii divulgării ESG prin adoptarea de către companii a standardelor internaţionale de sustenabilitate (ISSB) şi aprecierea nivelului de corelaţie între performanţa ESG al fimelor raportoare şi fondul comercial al companiei.

5. Elaborarea unui model segregat de oportunitate bazat pe experienţa profesională a evaluatorilor. Acest model a dorit să testeze impactul variabilei *„Experienţa evaluatorilor de întreprinderi"* asupra posibilităţilor de îmbunătăţire a metodelor clasice de evaluare. Modelul a confirmat faptul că experienţa evaluatorilor influenţează pozitiv percepţia evaluatorilor de întreprinderi din România în ceea ce priveşte îmbunătăţirea metodelor clasice de evaluare.

6. Evaluarea impactului indicatorilor financiari derivaţi asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB prin prisma unui model econometric general. Modelul a confirmat că valoarea globală a companiilor este influenţată într-o mare măsură de capacitatea entităţilor de a genera goodwill, de capacitatea entităţilor de a fi performante şi de a-şi recompensa într-o manieră superioară acţionarii.

7. Impactul indicatorilor financiari derivaţi asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB prin prisma unui model econometric parţial. Modelul a reconfirmat, în raport cu modelul general, influenţa goodwill-ului şi a performanţei financiare asupra valorii globale a companiilor şi a sustenabilităţii financiare a acestora.

8. Evaluarea a impactului indicatorilor financiari şi a indicatorilor derivaţi de tip E, S şi G asupra valorii globale a companiilor cotate la BVB prin prisma unui model econometric. Modelul a confirmat ipotezele de cercetare fixate în sensul că divulgarea informaţiilor E, S şi G concură la creşterea valorii globale a companiilor listate la BVB şi că includerea informaţiilor de tip E, S şi G în modelele de evaluare a întreprinderii conduce la îmbunătăţirea acestora, evidenţiind beneficiile pe termen lung ale unei abordări holistice asupra sustenabilităţii întreprinderii. Rezultatele studiului au confirmat şi faptul că divulgarea informaţiilor E, S şi G are o influenţă pozitivă asupra performanţei şi sustenabilităţii financiare şi că valoarea globală a companiilor este asociată pozitiv cu scorul de divulgare E,S şi G. De asemenea, dintre regresorii E, S şi G, variabila reprezentată de nivelul de divulgare a informaţiilor sociale (S) prezintă cel mai mare impact asupra indicelui valorii globale a companiilor.

Limitele cercetării

Ca orice lucrare realizată, şi teza de doctorat de faţă prezintă limitele inerente ale unei cercetări ştiinţifice generate în special de:

Scanned with OKEN Scanner

1. Adresabilitatea chestionarului doar evaluatorilor de întreprinderi din România şi a numărului relativ mic de respondenţi, datorată dificultăţilor de contactare a acestora şi a reticenţei evaluatorilor de întreprinderi din România la cercetări exploratorii de genul celei realizate de noi. Sub acest aspect pentru o validare mult mai riguroasă a rezultatelor cercetării se impune, pe viitor, o implicare a organismelor de reglementare a profesiei (ANEVAR).

2. Numărul mic de entităţi care au raportat informaţii ESG, precum şi perioada de doar 3 exerciţii financiare luată în calcul în aprecierea valorii globale a afacerilor pentru companiile listate la BVB (2019 este primul an de raportare ESG pentru companiile listate la BVB).

3. Lipsa de publicare a unui scor de divulgare a informaţiilor ESG oferit de organismele abilitate în acest sens, datorită divulgării parţiale sau lipsei de divulgare a companiilor cotate la BVB.

4. Neomogenitatea raportării informaţiilor ESG de către companiile cotate la BVB prin prisma bilanţului de sustenabilitate sau prin intermediul altor raportări în acest sens.

Direcţiile viitoare de cercetare

Schimbările de paradigmă a raportării financiare din perspectiva emiterii standardelor internaţionale şi europene privind raportarea sustenabilităţii, începând cu anul 2024, pentru companiile relevante, vor conduce inevitabil la mutaţii profunde şi în tematica evaluării companiilor raportoare ESG.

În acest context, considerăm că lucrarea de faţă poate fi continuată, prin abordarea unor aspecte precum:

1. Extinderea chestionarului adresat la nivel internaţional, pentru a surprinde percepţia evaluatorilor de întreprinderi din sisteme contabile diferite şi din regiuni diferite de dezvoltare.

2. Extinderea cercetării la un număr mult mai mare de companii care vor publica informaţii ESG începând cu anul 2024, după adoptarea de către acestea a standardelor europene de sustenabilitate (ESRS).

3. Extinderea cercetării şi pentru companiile listate pe principalele burse internaţionale de capital (cu acccent pe bursele americane de capital şi pe cele europene), pentru a testa implicaţiile ***culturii contabile*** asupra gradului de divulgare ESG.

4. Replicarea modelelor şi la alte sectoare de activitate după extinderea raportării ESG începând cu anul 2024 ca urmare a aplicării de către companiile româneşti cotate la BVB a ESRS.

5. Extinderea variabilelor independente luate în calcul sub aspectul testării nivelului de divulgare ESG asupra costului capitalului.

6. Introducerea unor variabile de control în modelele econometrice reprezentate de mărimea companiilor, vârsta lor şi nivelului levierului financiar.

Considerăm că teza de doctorat de faţă prezintă o utilitate ridicată, în special prin implicaţiile practice pe care le oferă.

Din acest punct de vedere, considerăm că lucrarea de faţă poate fi utilă **organismelor de reglementare a IFRS şi IVS**, în ceea ce priveşte armonizarea celor două seturi de reglementări şi implicit în reconsiderarea rolul ESG asupra creşterii performanţei şi implicit a valorii globale a companiilor.

Introducerea ESG în modelele de evaluare a companiilor poate fi utilă **investitorilor** care îşi pot recalibra investiţiile realizate prin fundamentarea mult mai riguroasă a investiţiilor în direcţia companiilor orientate spre sustenabilitate (investiţii sustenabile şi responsabile social-ISRS), **managerilor** care pot reconsidera modelele şi strategiile lor de afaceri prin introducerea în modelele de bune practici şi divulgarea de informaţii ESG şi **altor părţi interesate** care pot lua decizii mult mai informate prin apel la informaţiile nefinanciare de tip ESG.

Scanned with OKEN Scanner

Rezultatele pot fi utile şi **comunităţii academice**, care pot dezvolta şi alte studii plecând de la rezultatele obţinute de noi, dar şi din direcţiile de cercetare menţionate în lucrarea de faţă, precum şi **statului şi organismelor de reglementare naţionale** care trebuie să se implice în a ajuta companiile româneşti să se alinieze noilor perspective de dezvoltare a afacerilor, într-o optică europeană orientată spre protejarea mediului înconjurător (Europa neutră climatic până în anul 2050), dezvoltării comunităţilor locale prin investiţii sustenabile şi responsabile social, precum şi prin comunicarea riscurilor şi oportunităţilor generate de desfăşurarea afacerilor, într-un mediu aflat într-o continuă schimbare.

Considerăm că noi cercetări pe acestă problematică vor conduce la lărgirea orizontului de cunoaştere în ceea ce priveşte problematica extrem de complexă şi actuală a evaluării companiilor, generate de schimbările manifestate perpetuu în economiile statelor lumii.

Scanned with OKEN Scanner

BIBLIOGRAFIE

A. Cărți

1. Anghel, I., Oancea Negescu, M., Anica Popa, A, Popescu, A. M. (2010). *"Evaluarea întreprinderii"*. Editura Economică, București, 2010.
2. Carrigan, M. (2022). *"Income approach appraisal: direct capitalization method explained"*, e-book, disponibil la https://www.dealpath.com/blog/income-approach-appraisal-direct-capitalization-method/, accesat la data de 04.07.2023.
3. Cochran, W. G. (1977). *"Sampling techniques"*. John Wiley & Sons, disponibil la https://www.academia.edu/29684662/Cochran_1977_Sampling_Techniques_Third_Edition, accesat la data de 20.02.2023.
4. Constantin, D. M. O., Topor, D. I., Căpușneanu, S., Manole, A. L. (2020). *„Sustainability reporting: Stakeholders and reporting of sustainability accounting information"*. In Management accounting standards for sustainable business practices (pp. 92-117). IGI Global.
5. Damodaran, A. (2006). *"Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence"*, Stern School of Business, disponibil la adresa https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf, accesat la data de 04.07.2023.
6. Damodaran, A., (2014). *"Valutazione delle aziende"*. Santarcangelo di Romagna: Maggioli S.p.A, 2014, pag. 17.
7. David, D., Mateș, D. (coord), Virag, N., Păiușan, L., Lascu, R., Grosu, V., Ursachi, A., Domil, A., Socoliuc, M. (2017). *„Contabilitate financiară conformă cu Ordinul 1802/2014 pentru aprobarea Reglementărilor contabile privind situațiile financiare anuale individuale și situațiile anuale consolidate"*, Ed. Risoprint, Cluj-Napoca, ISBN 978-973-53-1991-5, 452 pag.
8. Edvinsson, L., Malone, M. (1997). *" Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding its Hidden Brainpower"*, HarperBusiness, New York.
9. Evans, F. C., Mellen, C. M. (2010). *"Valuation for M&A: building value in private companies"* (Vol. 587). John Wiley & Sons.
10. Fărcaș, D. (2016). *"Evaluarea firmei. Teorie și studii de caz"*. Editura UTPRESS, Cluj-Napoca, 2016, ISBN 978-606-737-185-7.
11. Grosu, V. (2010). *"Perspective și limite în procesul de armonizare financiar-contabilă"*. TipoMoldova.
12. Guatri, L. (2006). *"Una rivoluzione silenziosa: cinquant'anni di storia del valore e delle valutazioni"*, La Valutazione delle Aziende, 2006, pag. 12.
13. Ijiri, Y. (1967). *"The foundations of accounting measurement: A mathematical, economic and behavioral inquiry"*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
14. Ioniță, I. (2009). *"Evaluarea afacerilor"*, Editura ASE, București, 2009.
15. Knight, J. A. (1997), *"Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value"*, New York: McGraw-Hill.
16. Pedriali, F. (2006). *"Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali"*. Milano: Hoepli.
17. Ristea, M. (2003). *"Bază și alternative în contabilitatea întreprinderii"*. București: Editura Economică.
18. Sooryamoorthy, R. (2020). *"Scientometrics for the humanities and social sciences"*. Routledge.
19. Tournier, J. C. (2000). *"La Révolution Comptable - Du coût historique à la juste valeur"*. Paris: Éditions d'Organisation.

Scanned with OKEN Scanner

Management Association (IBIMA), IBIMA Business Conference 30-31 May 2022, Granada, Spain, p 956-973, https://ibima.org/accepted-paper/evaluation-of-the-bankruptcy-risk-a-research-agenda//.

75. Cheloti, I., Mooya, M. (2023). *"Property valuation problems and market context–evidence from Kenya"*. Journal of Property Research, 40(1), 76-100.

76. Chen, W., Khan, M., Kogan, L., Serafeim, G. (2021). *"Cross-firm return predictability and accounting quality"*. Journal of Business Finance & Accounting, 48(1-2), 70-101.

77. Cheng, R., Kim, H., Ryu, D. (2023). *"ESG performance and firm value in the Chinese market"*. Investment Analysts Journal, 1-15.

78. Chiapello, E. (2015). *"Financialisation of valuation*, Human Studies, 38 (1) (2015), pp. 13-35.

79. Cojocaru, A. C., Mihaila, S., **Socoliuc, M. I.** (2021). *"Conceptual Evolution Of Corporate Social Responsibility (Csr) Approaches"*. European Journal of Accounting, Finance & Business, 17(27), 48-57.

80. Confalonieri, M. (2009). *"Alcune riflessioni sul fair value"*, Rivista italiana di ragioneria ed economia aziendale, 2009(7/8), 700-711.

81. Coulon, Y., Coulon, Y. (2022). *"Asset-Based Approach to Valuation. Small Business Valuation Methods: How to Evaluate Small"*, Privately-Owned Businesses, 21-70.

82. Crouzet, N., Eberly, J. C., Eisfeldt, A. L., Papanikolaou, D. (2022). *"The economics of intangible capital"*. Journal of Economic Perspectives, 36(3), 29-52.

83. Daffa, H. A., Nainggolan, Y. A. (2023). *"ESG Integration into Company Valuation: Case Study of PT Surya Energi Indotama"*. International Journal of Current Science Research and Review, ISSN: 2581-8341, Volume 06 Issue 07 July 2023, DOI: 10.47191/ijcsrr/V6-i7-94.

84. Dan, A., Tiron-Tudor, A. (2021). *"The determinants of green bond issuance in the European Union"*. Journal of risk and financial management, 14(9), 446.

85. De Fond, M. L., Hung, M., Li, S., Li, Y. (2014). *"Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?"*. The Accounting Review, 90(1), 265–299.

86. De Muri, P. (2005). *"La valutazione delle aziende"*. Disponibil pe site-ul Adacta: http://www.adacta.it/, accesat la data de 15.02.2022.

87. Deng, X., Cheng, X. (2019). *"Can ESG indices improve the enterprises' stock market performance?—An empirical study from China"*. Sustainability, 11(17), 4765.

88. Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., Yang, Y. G. (2011). *"Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting"*. The accounting review, 86(1), 59-100.

89. Diana, C. I. (2015). *"Fair value measurement under IFRS 13"*, Annals of the Constantin Brâncuşi University of Târgu Jiu, Economy Series, Issue 3/2015.

90. Dragomir, V. D., Bătae, O. M., Ionescu, B. Ş., Ionescu-Feleagă, L. (2022). *"The influence of ESG factors on financial performance in the banking sector during the COVID-19 Pandemic"*. Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research, 56(4).

91. Drake, M. S., Hales, J., Rees, L. (2019). *"Disclosure overload? A professional user perspective on the usefulness of general purpose financial statements"*. Contemporary Accounting Research, 36(4), 1935-1965.

92. Drissi, R. (2023). *"Empirical Analysis of Unlisted Companies' Valuation Using Discounted Cash Flow Methods"*. Journal of Finance & Banking Review (JFBR), 8(1).

93. Duan, Z., Zhang, Y. (2023). *"Research on the pricing of PPP project ABS products based on the right of income of heating"*. Frontiers in Energy Research, 10, 1112972.

94. Dumitrean, I. (2009). *"Dynamic methods of enterprise valuation"*. Analele Ştiinţifice ale Universităţii Alexandru Ioan Cuza din Iaşi. Ştiinţe economice, 56(1), 10-26.

Scanned with OKEN Scanner

308. Barangă, P. (2022). *"Importanța proiectului Directivei privind Raportarea Corporativă de Sustenabilitate (CSRD) din perspectiva finanțării sustenabile"*, disponibil la https://financialintelligence.ro/importanta-proiectului-directivei-privind-raportarea-corporativa-de-sustenabilitate-csrd-din-perspectiva-finantarii-sustenabile/, accesat la data de 13.07.2023.

309. Berman, B., (2021). *"Intangible assets comprise 90% of the value of the S&P 500 companies"*, Ip CloseUp, disponibil la adresa: https://ipcloseup.com/2021/01/19/latest-data-show-that-intangible-assets-comprise-90-of-the-value-of-the-sp-500-companies/, accesat la data de 05.05.2022.

310. Beţivu, A., Bujor, T. (2021). *"Abordări şi metode de evaluare a întreprinderii"*, Probleme şi provocări ale economiei regionale în contextul globalizării, A VII-a Conferinţă ştiinţifică şi practică naţională, CZU 658.012.2, disponibil la https://ibn.idsi.md/sites/default/files/imag_file/75-80_43.pdf, accesat la data de 5.06.2023.

311. Brown, S. (2023). *"Consiliul pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate emite primele standarde de raportare"*, disponibil la https://www.kreston.com/ro/issb-reporting-standards/, accesat la data de 12.07.2023.

312. Dheeraj, V. (2023). *"What Is The Market Approach?"*, disponibil la https://www.wallstreetmojo.com/market-approach/#advantages-and-disadvantages-of-the-market-approach, accesat la data de 10.02.2023.

313. BVB (2022). *"Ghid privind raportarea ESG"*, disponibil la https://bvb.ro/info/Rapoarte/Ghiduri/Ghid_privind_raportarea_ESG.pdf, accesat la data de 18.07.2023.

314. Cacciamani, U. (2014). *"L'utilizzo del fair value nei principi contabili nazionali e internazionali"*, Schemi di analisi, disponibil la https://www.odcec.roma.it/images/file/FPC_Materiale_didattico_2014/1%20-%20141014_U_Cacciamani_Fair%20value%20negli%20ITAGAAP+IFRS_DEF.pdf, accesat la data de 04.05.2021.

315. Ce înseamnă capitalizare de piață și cum se calculează. Ghid cu exemple, disponibil la https://cursdeguvernare.ro/ce-inseamna-capitalizare-de-piata-si-cum-se-calculeaza-ghid-cu-exemple.html, accesat la data de 14.07.2023.

316. CECCAR (2019). *"Metode mixte de evaluare a întreprinderilor"*, Expertiza și auditul afacerilor, numărul 8, 5-11 martie 2019, disponibil la https://www.ceccarbusinessmagazine.ro/metode-mixte-de-evaluare-a-intreprinderilor-a4576/, accesat la data de 14.07.2023.

317. CECCAR IFRS 13 Evaluarea la valoarea justă disponibil la https://ceccar.ro/ro/wp-content/uploads/2013/03/IFRS-13.pdf, accesat la data de 15.08.2021.

318. Ciobanu, L. (2021). *"Înființarea Consiliului pentru Standarde Internaționale de Sustenabilitate, un pas înainte în definirea indicilor ESG"*, disponibil la https://www.ey.com/ro_ro/sustainability/infiintarea-consiliului-pentru-standarde-internationale-de-sustenabilitate, accesat la data de 12.07.2023.

319. European Commision, *"Corporate sustainability reporting"*, disponibil la https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en, accesat la data de 13.07.2023.

320. European Commision, *"A European Green Deal, Striving to be the first climate-neutral continent"*, disponibil la https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en, accesat la data de 13.07.2023.

321. European Commsion, *"European sustainability reporting standards – first set"*, disponibil la *https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13765-European-sustainability-reporting-standards-first-set_en*, accesat la data de 13.07.2023.

Scanned with OKEN Scanner

Universitatea
Ştefan cel Mare
Suceava

Universitatea Ştefan cel Mare din Suceava

720229, Suceava, România
str. Universităţii nr.13
tel: 0230 216 147
0230 522 978
fax: 0230 520 080

www.usv.ro

Scanned with OKEN Scanner